



UNIVERSIDAD  
NACIONAL  
DE LA PLATA

DOCTORADO EN CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN

FINANCIAMIENTO DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS  
EN EL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR

*Tesis para optar al título de  
Doctor en Ciencias de la Administración*

Autor: GALO ACOSTA PALOMEQUE

Director: EDUARDO QUIROGA

Marzo-2020

## Agradecimiento y dedicatoria

Mi más sincero agradecimiento a mi Director de Tesis Dr. Eduardo Quiroga, quien me guió con mucho profesionalismo y entrega en todo este proceso y siempre confió en mis capacidades. De igual manera mi gratitud a las autoridades de la Universidad Nacional de la Plata y de la Universidad de las Fuerzas Armadas por darme la oportunidad de cursar este prestigioso doctorado. Finalmente, agradezco al Dr. Juan José Gilli Director del Programa, quien nos proporcionó un claustro docente de excelencia y siempre estuvo pendiente de nuestros requerimientos.

Dedico este proyecto de investigación científica a mi esposa **Verónica** y a mi hijo **Juan Daniel** fuente de inspiración y mejora continua. A quien me esperaba en su hogar y estaba siempre pendiente de que realice mi tesis doctoral, **MI PADRE** que, ya descansa en paz.

## Tabla de contenido

Agradecimiento y dedicatoria .....	ii
Índice de Anexos.....	vi
Índice de Tablas .....	vii
Índice de Figuras.....	x
Resumen .....	xi
Introducción .....	1
<b>CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DEL TEMA.....</b>	<b>4</b>
<b>1.1 Formulación del problema .....</b>	<b>4</b>
<b>1.2 Objetivos de la investigación.....</b>	<b>6</b>
<b>1.2.1 Objetivo General.....</b>	<b>6</b>
<b>1.2.2 Objetivos Específicos .....</b>	<b>6</b>
<b>1.3 Hipótesis/ Presunciones .....</b>	<b>6</b>
<b>CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO.....</b>	<b>8</b>
<b>2.1 Introducción.....</b>	<b>8</b>
<b>2.2 Imperfecciones de los mercados y estructura de capital .....</b>	<b>9</b>
<b>2.2.1 Sistema impositivo.....</b>	<b>9</b>
<b>2.2.2 Asimetría de Información .....</b>	<b>10</b>
<b>2.2.3 Costos de las dificultades financieras.....</b>	<b>12</b>
<b>2.2.4 Fallas de mercado y regulación económica.....</b>	<b>13</b>
<b>2.2.5 El conocimiento .....</b>	<b>14</b>
<b>2.3 Factores explicativos de la problemática de financiamiento de las PYMES en el mercado de capitales.....</b>	<b>15</b>
<b>2.4 Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order Theory) .....</b>	<b>16</b>
<b>2.5 Modelo del Ciclo de Vida Financiero .....</b>	<b>21</b>
<b>2.5.1 Financiación con Capital Propio.....</b>	<b>22</b>
<b>2.5.2 Financiamiento Bancario .....</b>	<b>23</b>
<b>2.5.3 Financiamiento Bursátil .....</b>	<b>24</b>
<b>2.6 Marco referencial .....</b>	<b>25</b>
<b>2.7 Conclusión.....</b>	<b>26</b>
<b>CAPÍTULO 3: MARCO METODOLÓGICO.....</b>	<b>28</b>
<b>3.1 Alcance de la Investigación.....</b>	<b>28</b>
<b>3.2 Enfoque metodológico .....</b>	<b>29</b>
<b>3.3 Etapa 1: Elaboración del marco teórico.....</b>	<b>29</b>
<b>3.4 Etapa 2: Se identifican las características del mercado de valores ecuatoriano .....</b>	<b>29</b>
<b>3.5 Etapa 3: Se analizó el financiamiento de las pymes ecuatorianas.....</b>	<b>30</b>

3.6	Etapa 4: Se analizaron las experiencias de otros países.....	32
3.7	Etapa 5: Realización de entrevistas a informantes .....	33
3.8	Etapa 6: Diseño del cuestionario de la Encuesta .....	35
3.8.1	Validez del cuestionario.....	36
3.8.1.1	Validez de contenido .....	36
3.8.1.2	Validez de constructo y confiabilidad interna .....	38
3.8.2	Determinación de la población y del tamaño de la muestra .....	38
3.9	Etapa 7: Recolección de datos de la encuesta.....	40
3.10	Etapa 8: Análisis de los datos de la encuesta .....	41
<b>CAPÍTULO 4: MERCADO DE VALORES ECUATORIANO .....</b>		<b>42</b>
4.1	Origen y Evolución del mercado de valores ecuatoriano.....	47
4.2	Estructura del mercado de valores ecuatoriano .....	48
4.3	Relación entre PIB y Capitalización Bursátil en Ecuador.....	50
4.4	Montos negociados en el mercado de valores ecuatoriano .....	53
4.5	Número de emisores inscritos en el mercado de valores ecuatoriano.....	54
4.5.1	Emisores vigentes por tamaño, sector económico y Provincia.....	56
4.6	Volúmenes negociados por tipo de renta, sector y mercado .....	57
4.7	La oferta pública de títulos valores .....	59
4.7.1	Autorizaciones de Oferta Pública en relación al crédito bancario.....	64
4.7.2	Número de emisores que han participado en procesos de oferta pública .....	66
4.8	Resumen de los aspectos relevantes.....	67
<b>CAPÍTULO 5: FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO .....</b>		<b>70</b>
5.1	Categorización.....	70
5.2	Importancia de las Pymes.....	71
5.3	Oferta del crédito de los intermediarios financieros destinado a las pymes ecuatorianas .....	75
5.4	Restricciones financieras que presentan las pymes ecuatorianas .....	80
5.5	Leyes de promoción de financiamiento para PYMES en Ecuador.....	82
5.5.1	Constitución de la República del Ecuador de 2008.....	83
5.5.2	Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, COPCI (2010) .....	84
5.5.3	Código Orgánico Monetario y Financiero (2014).....	84
5.5.4	Ley de Mercado de Valores (2014) .....	85
5.6	Regímenes especiales de financiamiento en el mercado de valores ecuatoriano.....	87
5.6.1	El Registro Especial de Valores No Inscritos-REVNI.....	87
5.6.2	El Registro Especial Bursátil-REB .....	90

5.6.3	Proceso de emisión de Obligaciones Negociables en el Registro Especial Bursátil-REB .....	92
5.6.4	Análisis comparativo entre la Oferta Pública Normal y el Registro Especial Bursátil-REB .....	93
5.7	Análisis de las emisiones de Obligaciones Negociables realizadas en el Registro Especial Bursátil en el período 2018-julio2019 .....	94
5.8	Análisis comparativo del costo financiero de la emisión de obligaciones (REB) y el crédito bancario.....	102
5.9	Análisis comparativo del costo financiero de la emisión de obligaciones para las empresas grandes y el crédito bancario.....	111
5.10	Resumen de los aspectos relevantes.....	119
<b>CAPÍTULO 6: EXPERIENCIAS INTERNACIONALES DE FINANCIAMIENTO DE PYMES EN EL MERCADO DE CAPITAL</b> .....		122
6.1	Alternative Investment Market (AIM).....	122
6.2	Euronext Growth (Antiguo Alternext).....	124
6.3	Financiamiento de las PYMES en el Mercado Alternativo Bursátil de España ...	125
6.3.1	El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) .....	126
6.3.2	El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).....	130
6.4	Financiamiento de las PYMES en el Mercado de Capitales de Argentina.....	133
6.4.1	Regímenes especiales de financiamiento para las pymes en el mercado de capitales de Argentina .....	134
6.4.1.1	Régimen PYMES CNV .....	134
6.4.1.2	RÉGIMEN PYME CNV GARANTIZADA (ON SIMPLE) .....	135
6.4.2	Análisis comparativo de la emisión de Obligaciones Negociables bajo los Regímenes Especiales Bursátiles PYMES de Argentina y de Ecuador .....	136
6.4.3	Las Sociedades de Garantía Recíproca (S.G.R.) en Argentina .....	138
6.4.4	Evolución de las pymes emisoras en el mercado de capitales argentino .....	141
6.4.5	La Oferta Pública de las pymes emisoras en el mercado de capitales de Argentina .....	143
6.5	Financiamiento de las pymes en el Mercado Alternativo de Valores de Perú ...	146
6.5.1	Evolución del Mercado Alternativo de Valores de Perú .....	148
6.6	Resumen de los aspectos relevantes.....	151
<b>CAPÍTULO 7: ANÁLISIS DE DATOS</b> .....		155
7.1	Análisis de datos cualitativos .....	156
7.1.1	Factores ambientales o del entorno que intervienen en el financiamiento de las pymes en el mercado de valores. ....	157
7.2	Análisis univariado.....	162
7.2.1	Características generales de las empresas .....	162

7.2.2	Financiamiento .....	163
7.2.3	Cultura Financiera-Bursátil de las pymes .....	165
7.2.4	Transparencia de la Información financiera y no financiera .....	166
7.2.5	Marco Institucional de las pymes .....	167
7.3	Análisis Bivariado.....	170
7.3.1	Prueba de Chi-cuadrado entre variables categóricas de las pymes manufactureras de Pichincha .....	171
7.4	Síntesis de los aspectos relevantes .....	177
<b>CAPÍTULO 8: CONCLUSIONES Y PROPUESTAS .....</b>		<b>180</b>
8.1	Conclusiones .....	180
8.2	Propuestas .....	189
Referencias.....		193

## Índice de Anexos

Anexo 1: Protocolo de entrevista a informantes de las partes interesadas .....	202
Anexo 2: Protocolo de entrevista a Inversionistas Institucionales .....	204
Anexo 3: Protocolo de entrevista a emisores REB.....	205
Anexo 4: Validación del Cuestionario de la Encuesta .....	205
Anexo 5: Encuesta a las pymes manufactureras de Pichincha .....	208

## Índice de Tablas

Tabla 1: Nómina de Informantes entrevistados .....	34
Tabla 2: Estructura del Cuestionario de la Entrevista .....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Tabla 3: Características de los expertos .....	37
Tabla 4: Coeficientes de Alfa de Cronbach por Dimensión .....	38
Tabla 5: Clasificación de las Empresas .....	39
Tabla 6: Estructura del mercado de valores ecuatoriano a noviembre de 2018 .....	50
Tabla 7: Capitalización bursátil y PIB de Ecuador .....	51
Tabla 8: Relación capitalización/PIB de Ecuador .....	52
Tabla 9: Relación capitalización bursátil/PIB, MILA, LATIBEX y Ecuador 2016 .....	52
Tabla 10: Relación monto negociado/PIB en el mercado de valores ecuatoriano .....	53
Tabla 11: Relación monto negociado/PIB, MILA, LATIBEX y Ecuador 2017 .....	54
Tabla 12: Relación emisores inscritos Mipymes/Total emisores .....	55
Tabla 13: Participación de las compañías emisoras vigentes según el tamaño .....	56
Tabla 14: Compañías emisoras por sector económico 2017 .....	56
Tabla 15: Participación de las compañías emisoras vigentes por la provincia .....	57
Tabla 16: Volumen negociado según el tipo de renta en miles de \$USD .....	57
Tabla 17: Volumen negociado por sector en miles de \$USD .....	58
Tabla 18: Volumen negociado por tipo de mercado en miles de \$USD .....	59
Tabla 19: Evolución de la oferta pública de valores en millones de dólares .....	63
Tabla 20: Porcentaje de participación de la evolución de la oferta pública de valores .....	63
Tabla 21: Oferta pública en relación al crédito a las empresas .....	64
Tabla 22: Evolución del número de emisores por tipo de emisión .....	66
Tabla 23: Clasificación de las empresas .....	71
Tabla 24: Número de empresas por tamaño .....	72
Tabla 25: Segmentación de la cartera de crédito empresarial .....	76
Tabla 26: Operaciones activas del sector privado y de la economía popular solidaria .....	77
Tabla 27: Plazo promedio del crédito (meses): Sistema financiero privado y de la economía popular y solidaria .....	79
Tabla 28: Tasa activa efectiva promedio anual del sistema financiero privado y de la economía popular y solidaria .....	80
Tabla 29: Montos negociados REVNI .....	90
Tabla 30: Comparación entre la Oferta Pública Normal y Registro Especial Bursátil .....	93
Tabla 31: Gastos por emisión de obligaciones de Absorpelsa (dólares americanos) .....	96
Tabla 32: Gastos por emisión de obligaciones de COONECTA (dólares americanos) .....	97
Tabla 33: Gastos por emisión de obligaciones de SINPET S.A. (dólares americanos) .....	98
Tabla 34: Gastos por emisión de obligaciones de SERINTU S.A. (dólares americanos) .....	100
Tabla 35: Gastos por emisión de obligaciones de REPALCO S.A. (dólares americanos) .....	101
Tabla 36: Gastos totales de emisión de obligaciones REB sobre el monto emitido .....	101
Tabla 37: Datos emisión de Obligaciones de ABSORPELSA .....	102
Tabla 38: Costo Financiero emisión de Obligaciones de ABSORPELSA .....	103
Tabla 39: Costo Financiero de un crédito productivo empresarial .....	103
Tabla 40: Datos emisión de Obligaciones de COONECTA .....	104
Tabla 41: Costo Financiero emisión de Obligaciones de COONECTA .....	104
Tabla 42: Datos emisión de Obligaciones de SINPET (Parte 1) .....	106
Tabla 43: Costo Financiero emisión de Obligaciones de SINPET (Parte 1) .....	106
Tabla 44: Costo Financiero emisión de Obligaciones de SINPET (Parte 2) .....	106

Tabla 45: Datos emisión de Obligaciones de SERINTU S.A. ....	107
Tabla 46: Costo Financiero emisión de Obligaciones de SERINTU S.A. ....	108
Tabla 47: Datos emisión de Obligaciones de REPALCO S.A.....	109
Tabla 48: Costo Financiero emisión de Obligaciones de REPALCO S.A.....	109
Tabla 49: Costo Financiero de la emisión de Obligaciones en el REB.....	111
Tabla 50: Nivel de activos, antigüedad y ventas de los emisores en el REB.....	111
Tabla 51: Costo Efectivo Anual emisión de Obligaciones de PROCARSA S.A.....	113
Tabla 52: Costo Financiero de un crédito productivo corporativo .....	113
Tabla 53: Costo Efectivo Anual emisión de Obligaciones de Envases del Litoral S.A.....	115
Tabla 54: Costo Efectivo Anual emisión de Obligaciones de La Fabril S.A. ....	117
Tabla 55: Gasto emisión de obligaciones sobre el monto emitido en empresas grandes .....	118
Tabla 56: Costo Financiero de la emisión de Obligaciones en las empresas grandes .....	118
Tabla 57: Nivel de activos, antigüedad y ventas de tres emisores grandes .....	119
Tabla 58: Requisitos de acceso y permanencia en el Mercado Alternativo Bursátil de España	127
Tabla 59: Evolución del Financiamiento de las Empresas en Expansión en el Mercado Alternativo Bursátil de España .....	130
Tabla 60: Requisitos de acceso y permanencia en el Mercado Alternativo de Renta Fija de España.....	131
Tabla 61: MARF: Saldo vivo al cierre .....	133
Tabla 62: MARF: Volumen incorporado a cotización.....	133
Tabla 63: Características del Régimen PYMES CNV en Argentina .....	134
Tabla 64: Ingresos anuales para calificar como PYME CNV (AR\$) .....	135
Tabla 65: Comparación de la emisión de ON PYMES bajo los regímenes especiales de Argentina y Ecuador.....	137
Tabla 66: Informe Sistema de Garantías .....	141
Tabla 67: Emisoras PYME a diciembre de 2018.....	142
Tabla 68: Evolución de la Oferta Pública de emisoras PYME en millones de pesos.....	145
Tabla 69: Evolución de Oferta Pública de las PYMES en millones de dólares corrientes.....	145
Tabla 70: Comparación de la emisión bajo los regímenes principal y alternativo en el Perú....	147
Tabla 71: Evolución de la Oferta Pública de las PYMES Peruanas en miles de dólares .....	150
Tabla 72: Ratio Demanda/Oferta Pública de las PYMES Peruanas (En miles de US\$) .....	150
Tabla 73: Ratio Demanda/Oferta Pública de las PYMES Ecuatorianas.....	151
Tabla 74: Participación de las empresas familiares y no familiares .....	160
Tabla 75: Participación de las empresas familiares y no familiares .....	162
Tabla 76: Pymes por tamaño y constitución del capital .....	162
Tabla 77: Principal fuente de financiamiento cuando se creó la empresa.....	163
Tabla 78: Principal fuente de financiamiento de la empresa en la actualidad .....	164
Tabla 79: Financiamiento bursátil utilizado por las pymes.....	164
Tabla 80: Cultura Financiera Bursátil de las Pymes.....	165
Tabla 81: Transparencia de la Información de las Pymes.....	166
Tabla 82: Estados Financieros Auditados Pymes .....	167
Tabla 83: Marco Institucional de las Pymes .....	168
Tabla 84: Prueba de Chi-cuadrado: Constitución del capital y estructura de la propiedad en las pymes.....	172
Tabla 85: Prueba de Chi-cuadrado: Tamaño y constitución del capital de las pymes.....	172
Tabla 86: Prueba de Chi-cuadrado: Constitución del capital y Estados Financieros en las pymes .....	173
Tabla 87: Prueba de Chi-cuadrado: Constitución del capital y Edad en las pymes .....	174



<i>Tabla 88: Prueba de Chi-cuadrado: Tamaño y Estados Financieros en las pymes .....</i>	<i>174</i>
<i>Tabla 89: Prueba de Chi-cuadrado: Tamaño y Mercado de Valores en las pymes.....</i>	<i>175</i>
<i>Tabla 90: Prueba de Chi-cuadrado: Estados Financieros y Mercado de Valores en las pymes .</i>	<i>176</i>
<i>Tabla 91: Prueba de Chi-cuadrado: Estructura de la Propiedad y Estados Financieros en las pymes.....</i>	<i>177</i>
<i>Tabla 92: Prueba de Chi-cuadrado: Edad y Mercado de Valores en las pymes.....</i>	<i>177</i>

## Índice de Figuras

Figura 1: Ciclo de la demanda de conocimiento formal .....	15
Figura 2: Factores brecha financiera de la pyme en el mercado de valores .....	16
Figura 3: Teoría de la Jerarquía Financiera .....	19
Figura 4: Modelo del Ciclo de Vida Financiero .....	24
Figura 5: Segmentos de los mercados financieros .....	43
Figura 6: Instituciones partícipes en los mercados financieros .....	44
Figura 7: Estructura del Mercado Financiero Ecuatoriano .....	46
Figura 8: PIB vs. Capitalización Bursátil, 2007-2017 .....	51
Figura 9: Número de emisores inscritos, 2000-2017 .....	55
Figura 10: Relación Oferta Pública y Crédito a las Empresas .....	65
Figura 11: Evolución de la Oferta Pública y del Crédito a las Empresas .....	65
Figura 12: Número de emisores que han realizado oferta pública .....	67
Figura 13: Proporción de personal ocupado por tamaño de empresa .....	73
Figura 14: Proporción de ventas totales por tamaño de empresa .....	74
Figura 15: Grado de importancia de los problemas de las PYMES Manufactureras .....	75
Figura 16: Distribución del crédito a las PYMES .....	78
Figura 17: Distribución de las operaciones pasivas en el sistema financiero privado .....	78
Figura 18: Principales restricciones financieras .....	81
Figura 19: Restricciones financieras por tamaño .....	82
Figura 20: Leyes de promoción del financiamiento para las PYMES .....	82
Figura 21: Roles del Estado en el Mercado de Valores .....	87
Figura 22: Montos negociados REVNI .....	89
Figura 23: Proceso de emisión de Obligaciones de largo plazo en el REB .....	92
Figura 24: Pasos para que una pyme cotice en el AIM .....	124
Figura 25: Proceso para emitir la ON Simple .....	136
Figura 26: Esquema funcional de una SGR .....	140
Figura 27: Evolución de la cantidad neta de emisores PYME en Argentina .....	141
Figura 28: Evolución participación PYME en el Mercado de Valores de Argentina .....	142
Figura 29: Emisores PYME por sector económico a diciembre de 2018 .....	143
Figura 30: Evolución de la cantidad neta de emisores PYME en Perú .....	149
Figura 31: Evolución de la participación del financiamiento PYME en el Mercado de Capitales de Perú .....	149
Figura 32: Partes interesadas financiamiento pymes en el Mercado de Valores .....	155
Figura 33: Factores determinantes del Financiamiento Pymes en el Mercado de valores según entrevistas .....	157
Figura 34: Restricciones financieras, Cultura Bursátil, Transparencia de la Información y Marco Institucional en las pymes .....	169

## Resumen

Esta investigación tiene como objetivo caracterizar y evaluar el financiamiento de las Pymes en el mercado de valores ecuatoriano y proponer un marco de política pública que favorezca su financiamiento en este mercado. Se utilizó como soporte, la teoría de la Jerarquía Financiera y el modelo del ciclo de vida financiero. Se analizan las razones por las cuáles el costo financiero de la emisión de obligaciones negociables pymes fue más alto que el de empresas grandes. Asimismo, se comparó el costo efectivo de financiamiento obtenido en el sistema bancario y en el mercado de capitales, según el tamaño de las empresas, identificando ventajas y desventajas originadas en el marco regulatorio y normativo como en otros aspectos, para determinar la conveniencia económica del financiamiento en uno u otro mercado. Se realiza también, un relevamiento de la opinión de expertos y una descripción detallada de las características salientes de los mercados alternativos de otros países, para identificar aspectos que podrían recomendarse/replicarse en Ecuador. Por último, se enuncian una serie de recomendaciones de política, tendientes a favorecer el desarrollo de estrategias de financiamiento para las pymes en el mercado de valores ecuatoriano, centradas en mejorar el conocimiento y la cultura bursátil, el asesoramiento y apoyo técnico gratuito a las pymes que deseen ingresar al mercado, la generación de sistemas de garantías institucionales y la incorporación de instrumentos de financiación que se adapten a las pymes y al mercado ecuatoriano.

**Palabras claves:** Financiamiento pymes, Marco Regulatorio-Legal, Mercado de Valores, Costo Efectivo de Financiamiento.

**Clasificación JEL:** G32, G18, G1, G14

## Introducción

Las pequeñas y medianas empresas (pymes) para poner en marcha sus nuevos proyectos o simplemente para realizar sus actividades normales requieren de recursos. En este sentido, disponen de dos clases de fuentes de financiamiento, las internas y las externas. Las fuentes internas son la reinversión de utilidades, venta de activos, aportaciones de los socios, entre otras. Mientras que las fuentes externas se refieren al crédito obtenido en instituciones de intermediación financiera, proveedores, mercado de valores, etc.

El mercado de valores es una fuente de financiamiento poco utilizada por las pymes a pesar de sus ventajas. Al respecto una de las funciones de la Gerencia Financiera consiste en seleccionar las alternativas de financiación que ayuden a minimizar el costo de capital (Ortiz , 2005). El estudio del financiamiento de las pymes en mercados imperfectos se enmarca, principalmente, en las teorías del racionamiento del crédito de Stiglitz y Weiss (1981) y de la jerarquía financiera de Myers y Majluf (1984), así como también en el modelo del ciclo de vida financiero propuesto por Weston y Brigham (1981) y Berger y Udell (1998).

La dificultad para obtener financiación ha provocado que muchas empresas se estanquen en su crecimiento, y en otras sea una causa de su desaparición. Adicionalmente, la imposibilidad de financiar la adquisición de activos fijos y de capital de trabajo suficiente, no les permite a las PYMES competir en igualdad de condiciones con las empresas grandes.

El objetivo de esta investigación consiste en caracterizar y evaluar el financiamiento de las pymes en el mercado de valores ecuatoriano durante el período 2007-2019 y proponer un marco de política pública que favorezca el desarrollo de estrategias de financiamiento en este mercado.

La importancia de estudiar esta problemática, radica en que persisten las dificultades para que las pequeñas y medianas empresas puedan obtener recursos financieros en el mercado de valores ecuatoriano. Estas dificultades se presentan pese a que se han creado mecanismos específicos tendientes a facilitar su incorporación.

La presente investigación ofrece un marco teórico actualizado que permite comprender la problemática del financiamiento de las PYMES en el mercado de valores. En el campo práctico se desarrolla una propuesta para que el mercado de capitales pueda ser utilizado como una estrategia de financiamiento que les permita a las pequeñas y medianas empresas cumplir el objetivo financiero de maximizar el valor del capital propio invertido

El trabajo está dividido en ocho capítulos.

En el capítulo 1 se puede observar la formulación del problema, objetivos y presunciones planteadas.

El capítulo 2 desarrolla el marco teórico, se realiza una revisión de las imperfecciones del mercado, de los factores que explican la problemática del financiamiento de las pymes en el mercado de valores y de las teorías que soportan la investigación. Además, se explican las variables utilizadas en esta investigación.

El capítulo 3 detalla el proceso metodológico seguido en la elaboración del marco teórico, análisis del mercado de valores ecuatoriano y del financiamiento de las pymes, análisis de las experiencias de otros países, realización de entrevistas, diseño del cuestionario de la entrevista, determinación de la población y muestra, procedimientos de recolección de información y análisis de los datos.

El capítulo 4 trata sobre la evolución del mercado de valores ecuatoriano. Se analiza la estructura del mercado de valores, la relación PIB y capitalización bursátil, montos negociados, número de emisores, la oferta pública de títulos valores y los volúmenes negociados por tipo de renta, sector y mercado.

El capítulo 5 se refiere al financiamiento de las pymes en el mercado de valores ecuatoriano. Se analiza la oferta de crédito de los intermediarios financieros destinado a las pymes, las restricciones financieras, las leyes de promoción de financiamiento para las pymes, los regímenes especiales de financiamiento en el mercado de valores y se analiza las emisiones de obligaciones negociables realizadas en el REB en el período 2018-julio 2019.

En el capítulo 6 se analizan las experiencias de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas (pymes) en los Mercados Alternativos de Valores de Inglaterra, Francia, España, Argentina y Perú, con el objetivo de identificar los aspectos positivos que podrían replicarse en Ecuador.

En el capítulo 7 se muestran los resultados de la investigación de campo. En la primera parte se realiza el análisis de las entrevistas realizadas a expertos relacionados con el financiamiento de las pymes en el mercado de valores. Luego se realiza el análisis univariado para identificar las características generales de pymes investigadas, el financiamiento, cultura financiera-bursátil, transparencia de la información y el marco institucional. Finalmente, en el análisis bivariado se comprueban hipótesis.

En el capítulo 8 se detallan las conclusiones de la investigación, se formulan propuestas de política pública que favorezcan el desarrollo de estrategias de financiamiento para las pymes en el mercado de valores y se plantean posibles líneas de investigación.

## CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DEL TEMA

### 1.1 Formulación del problema

El acceso al financiamiento en el sistema financiero formal permite a las pequeñas y medianas empresas (PYMES) realizar nuevas y más eficientes operaciones, ampliar su tamaño y obtener créditos en mejores condiciones. El financiamiento es importante para las PYMES porque les posibilita financiar el capital de trabajo necesario para crecer, como también la adquisición de activos fijos tangibles e intangibles para mejorar su competitividad.

El sistema financiero ecuatoriano según las instituciones participantes se divide en dos segmentos: el sistema de instituciones financieras que incluye, principalmente, a los bancos que actúa como intermediario entre los depósitos que recibe del público que luego son colocados como préstamos. Por otra parte, el sistema bursátil que tiene como centro a la bolsa de valores y se caracteriza por ofrecer un financiamiento a menor tasa de interés como también mayores montos y plazos.

La baja participación de las empresas de menor tamaño en el mercado de valores es un problema que aqueja a la mayoría de economías latinoamericanas desde hace muchos años. Los argumentos que suelen esgrimirse para explicar su baja participación son de diversa índole. Uno de los principales se basa en la insuficiente información con que cuentan las empresas que les pudiera afectar en el momento de emitir valores. Los requisitos exigidos, la estructura familiar, la cultura financiera, y los costos de emisión y mantenimiento también impiden el acceso de las PYMES a los mercados de capitales.

En lo que respecta a Ecuador, en 2017, la tasa activa máxima promedio del financiamiento bancario para los segmentos productivo PYMES y comercial prioritario PYMES fue de 11.83%. Según la información reportada por la Bolsa de Valores de Quito, las empresas grandes que emitieron obligaciones durante el año 2017 a plazos que oscilan entre 366 y 1800 días, pagaron tasas de interés de, aproximadamente, 8% anual. Se puede evidenciar que la financiación en el mercado de valores tiene un costo, significativamente, menor.

El 12 de febrero de 2016, mediante resolución N° 210-2016-V de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, entró en vigencia el Registro Especial Bursátil (REB) con el objetivo de fomentar el acceso a las pequeñas y medianas empresas y organizaciones de la Economía Popular a una financiación en el mercado de valores. Sin embargo, la nueva normativa hasta el momento, no ha facilitado el ingreso de las PYMES. En la Bolsa de Valores de Quito, 62 empresas emitieron obligaciones por un monto de 431,55 millones de dólares en 2017, de las cuales 61 son grandes, y SOUTH ECUAMERIDIAN S.A. corresponde al segmento de las medianas.

Según la Superintendencia de Compañías, en el 2017 las autorizaciones de oferta pública fueron de 802,66 millones de dólares equivalentes al 7 % del crédito bancario concedido.

En síntesis, las pequeñas y medianas empresas ecuatorianas obtienen financiamiento, principalmente, a través de las instituciones bancarias que, por lo general, es más costoso, los montos y los plazos son menores a los del mercado de valores. Estas firmas en muchos casos se ven obligadas a recurrir al autofinanciamiento y a préstamos informales lo que limita su crecimiento.

Con la presente investigación se busca identificar los principales factores que limitan el financiamiento de las PYMES ecuatorianas en el mercado de valores y proponer un marco de política pública que favorezca el desarrollo de estrategias de financiamiento a través del mercado bursátil.

### **Preguntas de investigación**

¿Cuáles son los principales factores que limitan el financiamiento de las PYMES en el mercado de valores de Ecuador?

¿Qué alternativa de financiamiento será más conveniente para una PYME que desee financiarse a largo plazo?

¿Qué incidencia tiene el marco regulatorio y normativo en el financiamiento de las PYMES en el mercado de valores ecuatoriano?

¿Qué países en América Latina tienen experiencias exitosas con respecto al financiamiento de las PYMES en el mercado de valores?



¿Es posible desarrollar esquemas de financiamiento que se adapten a las necesidades específicas de las PYMES en las distintas etapas de su crecimiento?

## **1.2 Objetivos de la investigación**

### **1.2.1 Objetivo General**

Caracterizar y evaluar el financiamiento de las PYMES en el mercado de valores ecuatoriano y proponer un marco de política pública que favorezca el desarrollo de estrategias de financiamiento en este mercado.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

- Identificar las principales características del mercado de valores ecuatoriano
- Analizar el marco regulatorio y normativo relacionado con el financiamiento de las pymes en el mercado de valores ecuatoriano, identificando si fuera el caso necesidades de modificación/actualización.
- Determinar el costo efectivo anual que representa a las pymes financiarse en el mercado de valores ecuatoriano.
- Analizar experiencias exitosas de otros países en financiamiento de PYMES en el mercado de valores.
- Analizar los principales factores que inciden en el financiamiento de las PYMES en el mercado de valores ecuatoriano.
- Proponer un marco de política pública para que las PYMES puedan desarrollar estrategias de financiamiento a través del mercado de valores ecuatoriano

## **1.3 Hipótesis/ Presunciones**

En esta investigación se proponen las siguientes hipótesis/ presunciones:

- El marco regulatorio y normativo vigente dificulta el acceso de las PYMES al mercado de valores ecuatoriano.
- Los gastos de emisión y mantenimiento limitan el acceso de las pymes al mercado de valores ecuatoriano.
- La cultura financiera-bursátil de las pymes ecuatorianas limita su ingreso al mercado de capitales.

- La exigencia de mayor transparencia de la información limita el acceso de las pymes al mercado de valores ecuatoriano.
- La utilización de avales institucionales y/o el desarrollo de otras alternativas de calificación permitiría a las PYMES realizar emisiones de títulos-valores en condiciones similares a las que obtienen las grandes empresas.

## CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO

### 2.1 Introducción

Este capítulo tiene como objetivo realizar una revisión sucinta de las principales teorías de financiamiento de las empresas, de manera que permita caracterizar, que tipo de organizaciones tendrán mayor posibilidad de acceder al financiamiento en el mercado de valores, como también determinar los instrumentos financieros más adecuados para las pymes. En este sentido, la estructura del capítulo se desarrolla en tres bloques de análisis:

- Revisión de las imperfecciones del mercado que dificultan a las pymes el acceso al financiamiento en el sistema financiero, especialmente, en el mercado de valores.
- Análisis de la teoría de la Jerarquía Financiera propuesta por Myers y Majluf, que describe el orden de prioridades en el financiamiento de las empresas en función de ciertas imperfecciones del mercado como las asimetrías de información, los costos de transacción y los costos de agencia.
- El modelo del Ciclo de Vida Financiero propuesto por Weston y Brigham y desarrollado por Berger y Udell en un contexto de competencia imperfecta, explica que los tipos de financiamiento de las empresas están relacionados con su tamaño, edad e información disponible.

Modigliani y Miller (1958) mencionan que en un mercado de competencia perfecta el valor de cualquier empresa es independiente de su estructura de capital. Este modelo resulta útil para comprender bajo que supuestos la estructura de capital es irrelevante asumiéndose lo siguiente: no existen asimetrías de información, no hay costos de transacción asociados a la compra o venta de títulos, no hay impuestos, los agentes son racionales y buscan maximizar el valor de las acciones y la probabilidad de quiebra es nula, entre otras.

Sin embargo, en la realidad, los mercados financieros funcionan con ciertas imperfecciones y existen diversos factores que limitan la financiación de las empresas,

especialmente, de las PYMES, que generan una brecha financiera<sup>1</sup> y se describen a continuación.

## **2.2 Imperfecciones de los mercados y estructura de capital**

La teoría de las finanzas corporativas sugiere que las imperfecciones del mercado limitan la capacidad de las empresas para financiar sus proyectos o inversiones. En un mercado de competencia imperfecta, las empresas presentan diferencias en disponibilidad de recursos, tamaño y posicionamiento en los mercados. Las principales imperfecciones del mercado son las siguientes: 1) el sistema impositivo, 2) las asimetrías de información, 3) los costos de insolvencia financiera y bancarrota, 4) la mala calidad del marco legal e institucional y 5) el conocimiento formal, entre otras.

### **2.2.1 Sistema impositivo**

En un artículo posterior, Modigliani y Miller (1963), al introducir en su modelo inicial los impuestos de sociedades, corrigieron su tesis de irrelevancia de la estructura del capital en relación al valor de la empresa de 1958. Demuestran que, al incorporar el impuesto a las sociedades, resulta ventajoso endeudarse, debido a que los intereses son deducibles de las utilidades de la empresa reduciéndose el pago de impuestos, por lo que se pronostica que las empresas maximizarán el nivel de endeudamiento. En este caso, el valor global de la empresa endeudada será mayor al valor de la empresa financiada sólo con recursos propios siempre y cuando haya apalancamiento financiero positivo.

Posteriormente, otros escudos fiscales diferentes a los de la deuda se fueron incorporando al modelo de Modigliani y Miller (1963), como las deducciones por depreciación contable de la inversión realizada (DeAngelo & Masulis, 1980).

---

<sup>1</sup> Entendida como la diferencia entre el total de fondos necesarios y el monto de financiamiento a disposición en las condiciones requeridas

### **2.2.2 Asimetría de Información**

A partir de la investigación de Jensen y Meckling (1976), se empieza a estudiar la influencia de los problemas de agencia y de la información asimétrica en la financiación empresarial. Una gran cantidad de variables influyen en el nivel de asimetría informativa en las organizaciones, entre ellas su edad y tamaño.

Con relación a la estructura de capital, la asimetría informativa se refiere al menor nivel de información que poseen los aportantes de fondos, acreedores y accionistas con respecto a los administradores (Sánchez & Martín, 2008). Se asume que los directivos tienen un mayor grado de información de la situación financiera de la empresa que los potenciales acreedores y accionistas, y que ambos son conocedores de esta situación. Ante esta asimetría, los accionistas e inversionistas basan sus decisiones en las acciones que toman los administradores, interpretándolas racionalmente como señales (Cornejo, 2015).

Dos problemas se asocian con la información asimétrica: la selección adversa (adverse selection) y riesgo moral (moral hazard). Cada uno tiene el potencial para conducir a los mercados financieros hacia la ineficiencia e inestabilidad.

#### **Selección adversa**

El problema de la selección adversa en los mercados financieros descrito por primera vez por (Akerlof, 1970) hace referencia a que los potenciales acreedores y accionistas, frecuentemente, tienen un conocimiento limitado de la situación financiera de una empresa. En este caso de oportunismo precontractual, la parte menos informada no es capaz de distinguir la buena o mala calidad de la información recibida, por lo que acaba asumiendo que lo más probable es la peor posibilidad. En el mercado de valores, las empresas que ofrecen títulos de mejor calidad tienen incentivos para enviar información o señales a los potenciales inversionistas que les advierta de la verdadera calidad y les haga ver que los títulos de la empresa están subvalorados para que los adquieran.

Según Menéndez (2001) la asimetría de información entre directivos y accionistas puede conducir a que la empresa esté subvalorada en el mercado cuando las expectativas son positivas pero no están reconocidas por los accionistas. En esta

situación, los directivos envían información positiva a los accionistas, a través de alguna señal positiva, como aumentar el nivel de endeudamiento para indicar que el riesgo financiero no es relevante. En este sentido, la cotización de las acciones aumentará tras el anuncio de un incremento en el endeudamiento

Así como el incremento del endeudamiento es interpretado como una señal positiva, por el contrario, la decisión de los directivos de incrementar el capital social produce un claro efecto de selección adversa. Los inversores perciben que la emisión de acciones es una señal negativa ya que piensan que están sobrevaloradas por lo que se pagaría un precio menor, provocando una reducción del valor de la empresa.

El problema de selección adversa también se produce en la relación de los directivos con los acreedores en el momento de solicitar financiamiento. La disponibilidad de información sobre la solvencia de los prestatarios es una variable que permite discriminar que empresas pueden recibir y cuáles no (Mato, 1990). En este sentido, entre los factores que reducen la asimetría informativa se destacan la capacidad de autofinanciación, un mayor poder de mercado, mayor tamaño, empresas que ya son clientes del acreedor, que pertenezcan a sectores regulados, o que tengan sus emisiones sometidas a calificación de riesgo por parte de alguna agencia especializada.

### **Riesgo moral**

Según Mato (1990) el riesgo moral en general se relaciona con asimetrías de información ex post, es decir, sobre las actuaciones futuras de una de las partes que pueden presentar comportamientos oportunistas. En este sentido, el riesgo moral ocurre cuando una parte en una transacción tiene el incentivo y la posibilidad de cambiar los costos de la otra parte. Los problemas de riesgo moral en una relación de agencia surgen del incentivo que tienen los directivos para tomar decisiones en beneficio propio, dadas las dificultades de los accionistas y acreedores para controlarlas al tener un menor acceso a la información.

Según Sánchez (2001) en los mercados financieros, cuando la información es asimétrica, un prestamista puede ser incapaz de observar si un prestatario invertirá en un proyecto riesgoso o en un proyecto seguro, y si no existen garantías reales, el resultado será una transacción excesivamente riesgosa.

La posibilidad de que los directivos adopten comportamientos oportunistas provoca que los accionistas adopten mecanismos de control para que no se alejen de su objetivo de crear valor. En este sentido, para resolver los conflictos de interés entre accionistas y administradores las empresas deben recurrir a los llamados costos de agencia.

Según Ross, Westerfield y Jaffe (1997) los costos de agencia se definen como la suma de los costos de inspección de los accionistas y el costo del incentivo que se paga a los gerentes. En esta línea Jensen (1986) señala que la decisión de endeudamiento puede contribuir a reducir los costos de agencia, en la medida que facilita la supervisión de los mercados financieros, reduce los fondos a libre disposición del agente y se vuelve más eficiente el manejo de los activos.

### **2.2.3 Costos de las dificultades financieras**

Según Ross, Westerfield y Jaffe (1997) los costos de las dificultades financieras se presentan cuando surgen dificultades asociadas a la falta de cumplimiento de las obligaciones financieras. Estos costos pueden ser directos e indirectos, y en general se dificulta su medición. Los directos pueden ser los costos legales, contables y administrativos de liquidación o reorganización, son de fácil cuantificación y suelen darse una vez que la empresa experimenta la insolvencia completa y los pagos han cesado.

En cambio, los costos indirectos se refieren a la baja capacidad para dirigir el negocio como consecuencia de la situación financiera, se incluyen aquí, las dificultades el trato con los clientes, proveedores y empleados, incentivos para aceptar riesgos importantes en la ejecución de los proyectos, incentivos para invertir insuficientemente y explotación de la propiedad como pagar dividendos adicionales en épocas de dificultades. Para Rivera (2002) también son costos indirectos las oportunidades pérdidas de obtener financiamiento y realizar nuevas inversiones, de lograr mayores ventas por el deterioro de la imagen, de retener personal clave, de mejorar la producción, pérdida de la ventaja fiscal de la deuda. Existe una mayor dificultad para cuantificar los costos indirectos de quiebra.

La probabilidad de entrar en dificultades financieras aumenta en la medida que el grado de apalancamiento financiero sube. No obstante, los inversores descuentan los probables costos directos e indirectos de quiebra en el valor de la empresa.

#### **2.2.4 Fallas de mercado y regulación económica**

Rodríguez (2013) entiende a la regulación económica como las restricciones o limitaciones legales que se imponen a los agentes que participan en un mercado. Para Stiglitz (2000) la regulación por parte del estado se justifica por la presencia de las siguientes fallas del mercado: 1) externalidades, 2) bienes públicos, 3) competencia imperfecta, 4) asimetrías de información, 5) mercados incompletos y 6) el paro, la inflación y el desequilibrio. Para que funcionen los mercados, se requiere de un estado que defina los derechos de propiedad y vele por el cumplimiento de los contratos (Stiglitz, 2000).

La regulación económica incluye a las leyes, normas, reglamentos y directrices establecidos por el estado que ordenan el funcionamiento de los mercados y la supervisión prudencial. Asimismo, la regulación económica incluye también las reglas emitidas por organismos no gubernamentales o autorregulados a los cuales los estados les hayan asignado facultades regulatorias.

Existen mercados incompletos cuando los mercados privados no proporcionan un bien o servicio, aun cuando el costo de suministrarlo sea inferior al precio que los consumidores están dispuestos a pagar. En este sentido, los mercados privados no han funcionado de manera adecuada, por ejemplo, en la provisión de seguros y créditos a las pequeñas y medianas empresas; situación que ha motivado que el estado intervenga en la mayoría de los países con regulación económica.

Según Villarreal (2001) cuando las leyes, reglamentos, trámites, contratos, entre otros, son muy complejos o están mal diseñados, los costos de transacción son improproductivamente elevados, constituyéndose en una deficiencia de transacción según el enfoque institucional. En los países en desarrollo el problema del marco institucional es más complejo porque o bien no existe o es reducido, provocando que los mercados funcionen de manera ineficaz e ineficiente.



De acuerdo con Beck, Demirgüç y Maksimovic (2005) la literatura de las finanzas corporativas sugiere que las imperfecciones del mercado como las causadas por los sistemas financieros, legales y la corrupción de los países pueden restringir la capacidad de financiamiento de las empresas. La afectación de estos factores depende en gran medida del tamaño de estas últimas. En este sentido, el crecimiento de las firmas más pequeñas se verá mayormente limitado por las 3 restricciones.

### **2.2.5 El conocimiento**

El impacto del conocimiento nunca ha sido tan importante como en la actualidad en toda rama de actividad. La relevancia del conocimiento en el campo académico se manifiesta tanto para el acceso al mercado de trabajo como en la competitividad de las empresas que condiciona su supervivencia.

Scheinsohn y Saroka (2000) conceptualizan al conocimiento como todo lo que los humanos llegan a crear y valorar a partir de información significativa, experiencia, valores, comunicación e inferencia. Desde el punto de vista organizacional el conocimiento se concreta, cuando mediante su aplicación se realizan mejoras en la competitividad de las empresas.

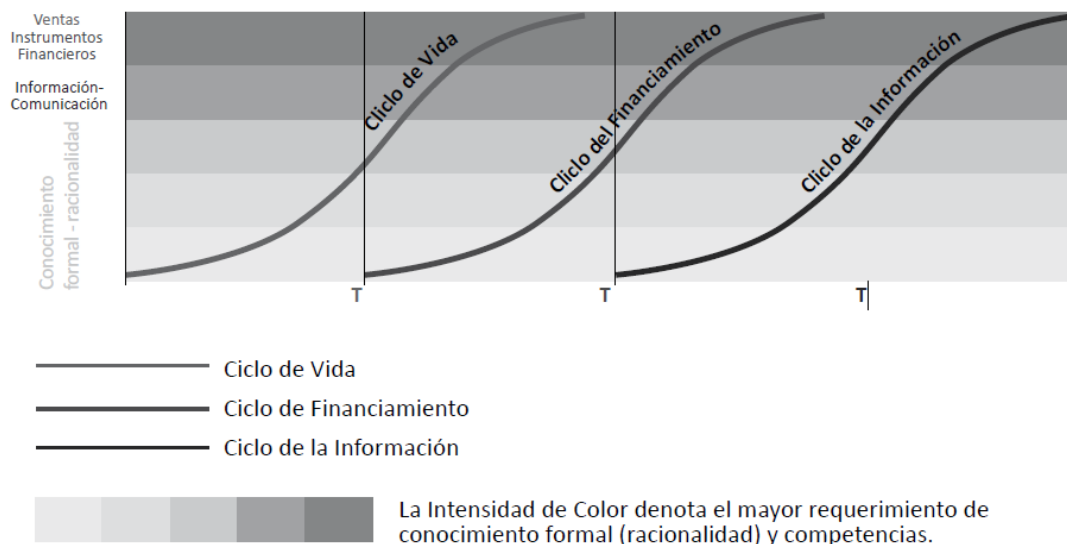
Van Auken (2001) define como brecha de conocimiento a la limitada conciencia de las potenciales ofertas de financiamiento a las que puede acceder una empresa, junto con sus ventajas y desventajas. El autor menciona que cuanto más informado está el propietario acerca de las diferentes fuentes de financiamiento, inferiores serán sus costos, reduciendo de esta manera los riesgos e incrementando así el valor de la firma.

Para García (2011) y Sorman (2008) los países que han logrado un crecimiento económico sostenido, en general, se han caracterizado porque han establecido las siguientes bases que apoyan la competitividad empresarial: 1) una sana y fuerte institucionalidad, 2) seguridad jurídica que garantice los derechos de propiedad, 3) sana competencia entre empresas, 4) mercados de capitales desarrollados, amplios y profundos y 5) educación de calidad e información de fácil acceso y bajo costo.

Van Auken (2001) considera que mientras una empresa va creciendo en edad y tamaño, la brecha de conocimiento se va reduciendo, ya que se van incorporando experiencia e información acerca de las diferentes fuentes de financiamiento.

Posteriormente, Alonso y Legato (2011) en un estudio empírico agregan el ciclo del conocimiento a los ciclos de vida, de financiamiento, y de información revelada como se muestra en la figura 1. Este nuevo ciclo se desarrolla en paralelo con los otros, esto significa que el ciclo menos eficiente en un momento determinado podría perjudicar el crecimiento de una empresa.

El ciclo del conocimiento requerido por las empresas también se refiere al lenguaje o comunicación, su evolución se evidencia como un requisito planteado en las sucesivas etapas del ciclo de vida, como por las funciones directivas respecto de las operativas.



*Figura 1: Ciclo de la demanda de conocimiento formal*

Fuente: *Alonso y Legato (2011)*

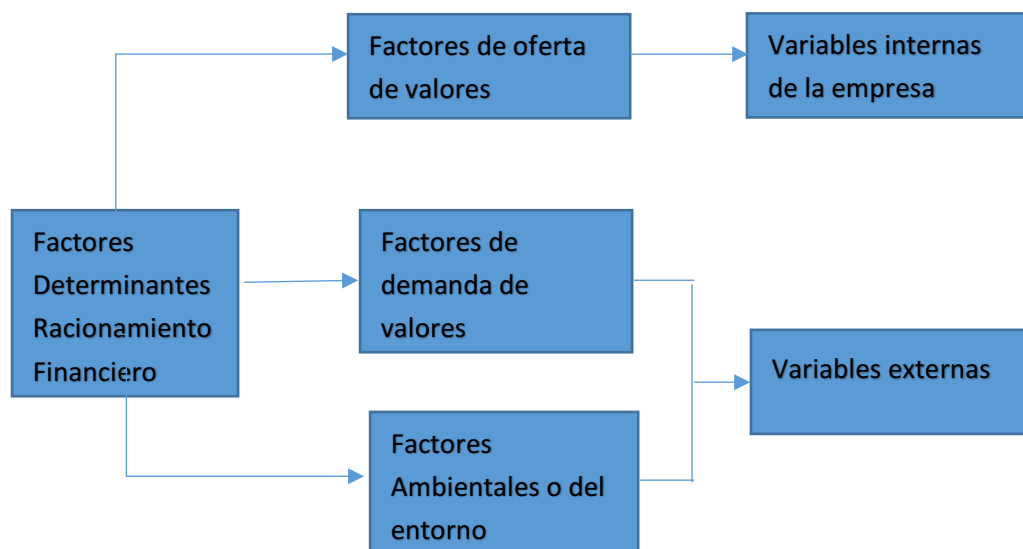
Finalmente, el estudio del financiamiento de las Pymes en un contexto de mercados imperfectos se puede enmarcar, principalmente, en las siguientes teorías financieras y modelos: 1) la teoría del Equilibrio Estático (Trade-Off), 2) la teoría de la Jerarquía financiera (Pecking Order Theory), 3) el modelo del ciclo de vida financiero y 4) la teoría de racionamiento del crédito de (Stiglitz & Weiss, 1981).

### **2.3 Factores explicativos de la problemática de financiamiento de las PYMES en el mercado de capitales**

Para Cazorla (2004) la problemática del financiamiento de las pymes en el mercado de valores según tiene su explicación en tres factores relacionados con el entorno, la oferta

y la demanda de valores como se muestra en la figura 2. Los factores ambientales o del entorno se relacionan con: 1) el marco institucional-legal del mercado de valores, 2) el contexto internacional, 3) las condiciones macroeconómicas, 4) el sistema impositivo y 5) situación del sector en que la empresa realiza su actividad, entre otros.

Los factores de oferta de valores se relacionan con: 1) el tamaño y edad de una empresa, 2) la cultura financiera de los empresarios, 3) la disponibilidad de información contable confiable, 4) las garantías disponibles, 5) las características del propietario de la Pyme como la propensión a aceptar riesgos, la innovación y la proactividad, 6) la disponibilidad de proyectos de inversión a financiar, 7) el gobierno corporativo y 8) los costos de emisión, entre otros. Dentro de los factores determinantes de la demanda de valores se incluye: 1) la cultura financiera de la población, 2) el perfil de inversionista con respecto al riesgo y 3) el comportamiento de los inversionistas institucionales, entre otros.



*Figura 2: Factores brecha financiera de la pyme en el mercado de valores*

Fuente: Elaboración propia en base a Cazorla (2004) y Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2016)

#### **2.4 Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order Theory)**

La teoría de la Jerarquía financiera propuesta, principalmente, por Myers y Majluf (1984) surgió en contraposición a la teoría del Equilibrio Estático (Trade-Off), para explicar el comportamiento descrito por Donaldson (1961) en relación a las preferencias

de financiamiento. Esta teoría establece que las empresas no buscan una estructura óptima de capital más bien tienen un ordenamiento en las preferencias de financiamiento que depende de las asimetrías de información y de los costos de transacción. El atractivo por los ahorros fiscales generados por los intereses pagados por el endeudamiento en una institución financiera así como las amenazas de la insolvencia financiera pasan a segundo plano en la teoría de la Jerarquía Financiera (Ferrer & Tresierra, 2009).

En el contexto de mercados imperfectos la teoría de la jerarquía financiera que incluye algunas deficiencias del mercado, tales como los costos de agencia y la información asimétrica (Rivera, 2002). En este sentido, se parte del supuesto de que los directivos tienen mayor información que los inversores externos acerca de las expectativas, riesgos y valor de la empresa, y de que su actuación es a favor de los intereses de los accionistas actuales (Ferrer & Tresierra, 2009). Por su parte, los inversores son conscientes de su desventaja respecto a la disponibilidad de información y exigen mayores primas de riesgo.

Las empresas para poner en ejecución sus nuevos proyectos, siguen una jerarquía en el uso de los fondos disponibles, en primer lugar, prefieren la financiación interna a través de los recursos propios originados en las utilidades retenidas, ya que no tienen problemas de selección adversa puesto que no están influidas por la asimetría de la información, carecen de costo explícito y permiten un mayor margen de discrecionalidad en cuanto a su utilización.

Cuando los fondos autogenerados no son suficientes para cubrir inversiones rentables, las empresas recurren al endeudamiento, solicitando deuda de bajo riesgo de exposición a las entidades financieras o a particulares cuyo costo son los intereses y el riesgo de quiebra. Posteriormente, se financiarán con deuda pública en el mercado de valores en el caso de que las acciones de la empresa estén subvaloradas, luego la emisión de títulos híbridos como las obligaciones convertibles en acciones.

La opción del endeudamiento sólo es posible si se ofrecen adecuadas garantías e información financiera transparente. En este sentido, las pequeñas y medianas empresas con frecuencia presentan escasos activos tangibles, una alta volatilidad en sus

utilidades e información financiera poco transparente por lo que optan por el endeudamiento a corto plazo por la dificultad de endeudarse a largo plazo (Aybar, Casino, & López, 2001).

La preferencia de una emisión de deuda sobre una emisión de acciones, puede justificarse, según la visión de Myers, en que los inversores externos son conscientes de su inferioridad informativa, que les haría conjeturar que existe un motivo oculto (riesgo moral) que les podría perjudicar en favor de los actuales accionistas. De esta manera, el mercado interpretaría que las acciones de la empresa emisora se encuentran sobrevaloradas y no serían adquiridas, salvo que se ofreciese una prima para compensar el problema de selección adversa.

Para Ross (1977) la emisión de acciones, podría ser considerada por el mercado como una señal negativa, ya que se interpretaría como un síntoma de la precariedad de la situación financiera de una empresa, al no conseguir captar recursos ajenos.

Como último recurso para la obtención de fondos cuando se llega al máximo de endeudamiento está el aumento de capital a través de la emisión de acciones (Zambrano & Acuña, 2011). Esta alternativa de financiamiento es más riesgosa para los inversores debido a que están sometidos a un mayor grado de selección adversa por lo que exigirán una mayor rentabilidad que compense su riesgo como se observa en la figura 3. Consecuentemente, la emisión de acciones representa un mayor costo que las utilidades retenidas por los llamados costos de transacción (Gastos de emisión).

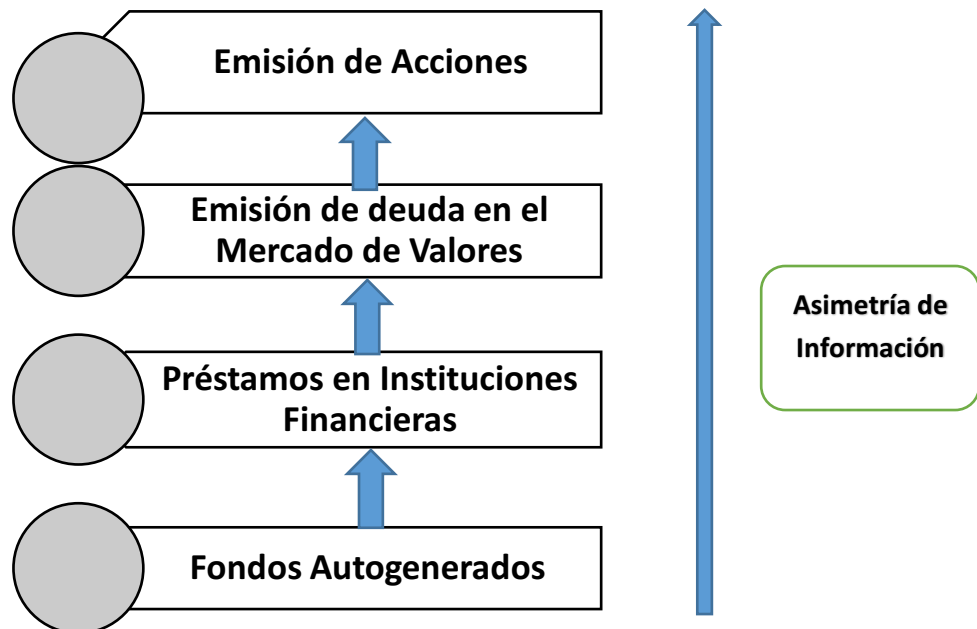
Ang (1992) ofrece una versión modificada del orden jerárquico para las pymes, se menciona que las primeras fuentes de financiamiento son los aportes de los socios, préstamos de familiares y amigos, proveedores y adelantos de clientes; estas opciones están antes de los fondos autogenerados, endeudamiento y de la emisión de acciones.

Zoppa y McMahon (2002) proponen una modificación de la teoría de la jerarquía financiera para las pymes, en el siguiente orden de preferencia:

1. Reinversión de utilidades: incluye también contribuciones en especie de los propietarios-gerentes tales como horas trabajadas fuera de horario y salarios por debajo de los de mercado.

2. Financiación con deuda a corto plazo: Comienza con una mayor dependencia del crédito de proveedores e incluye la financiación con tarjeta de crédito personal.
3. Financiamiento de deuda a largo plazo: Comienza con los préstamos de los propietarios existentes y de propietarios-gerentes, así como de familiares y amigos.
4. Nuevas inyecciones de capital social de partes relacionadas: Incluye el aporte de los propietarios existentes, familiares y amigos, y refleja la aceptación de bajos dividendos.
5. Nuevas inyecciones de capital social de partes no relacionadas: Incluye nuevos propietarios, capitales de riesgo y de inversionistas ángeles.

Se observa que las variantes de la teoría de la jerarquía financiera para las pymes, se basan, principalmente, en los aportes de los propietarios a partir de los ahorros personales y en la reinversión de las utilidades.



*Figura 3: Teoría de la Jerarquía Financiera*

Fuente: Elaboración propia

La teoría de la jerarquía financiera parte de los supuestos de que la tasa de reparto de dividendos ( $d$ ) estimada se adapta a las oportunidades de inversión, y que la tasa de rentabilidad (ROE) y las oportunidades de inversión son impredecibles, con lo cual los flujos de efectivo generados internamente pueden ser mayores o menores a su gasto de capital (CAPEX).

Según esta teoría la razón deuda de una empresa no está en función de la necesidad de alcanzar una estructura de capital óptima, sino más bien por las necesidades de financiación externa, una vez agotados los recursos autogenerados y asumiendo que existen oportunidades de inversión rentables (Shyam & Myers, 1999). De manera que el índice de endeudamiento estará en función de la generación interna de fondos, de los dividendos repartidos y de las oportunidades de inversión.

Las empresas con alta rentabilidad y con bajas oportunidades de inversión mantendrán un bajo apalancamiento financiero, no porque ese sea su objetivo, sino porque no lo necesitan. Por el contrario, las empresas con altos niveles de endeudamiento se caracterizan porque las oportunidades de inversión superan a los fondos generados internamente (Fama & French, 2002). La teoría de la jerarquía financiera puede dar una explicación a la relación inversa entre el nivel de endeudamiento y la rentabilidad de una empresa.

La teoría de la Jerarquía Financiera no es útil para explicar las diferencias en el índice de endeudamiento entre sectores industriales, o para explicar la razón porqué algunas empresas maduras con abundantes flujos de caja prefieren repartir dividendos a sus accionistas en vez de cancelar sus deudas, u otras empresas con alta tecnología y crecimiento prefieren emitir acciones en vez de endeudarse (Rivera, 2002).

De acuerdo a la teoría de la Jerarquía financiera, las PYMES altamente rentables y que generen grandes excedentes financieros, requerirán menor apalancamiento financiero, en comparación con las menos rentables cuyas operaciones no les permite obtener fondos autogenerados. Si una empresa está en una etapa de crecimiento y si los recursos financieros autogenerados no son suficientes acudirá al endeudamiento ya sea por medio de préstamos a instituciones financieras o a través de la emisión de

Obligaciones en el mercado de valores bajo el supuesto de que cuenta con garantías e información económica financiera suficiente.

Finalmente, una vez que la empresa se encuentra ambientada tanto en los mercados de instituciones financieras como en el mercado de valores puede acudir a la emisión de acciones. Sin embargo, el costo elevado de emisión, la falta de gobierno corporativo y la estructura familiar hace que la mayoría de empresas, especialmente, las pymes no opten por esta alternativa de financiamiento. La opción de buscar nuevos accionistas es la menos deseada porque supone ceder el control de una empresa (Aybar, Casino, & López, 2001).

## **2.5 Modelo del Ciclo de Vida Financiero**

El modelo del Ciclo de Vida Financiero propuesto por Weston y Brigham (1981) manifiesta que las necesidades de financiamiento de las empresas están en función de su lugar en el ciclo de vida en un momento particular. Posteriormente, Berger y Udell (1998), expresaron en su modelo del ciclo de financiación empresarial que los tipos de financiamiento de las empresas tienen relación con su tamaño, edad e información disponible, pues no existe una sola estructura óptima de capital.

En el modelo del ciclo de vida financiero se menciona que el tipo de financiamiento depende también de la calidad de información. Las empresas pequeñas y jóvenes con información asimétrica, generalmente, no son beneficiarias del crédito, la banca formal las considera de alto riesgo, situación que las lleva a financiarse con recursos propios, créditos comerciales o con prestamistas informales (Granda, 2011). Conforme las empresas y el sector van creciendo y madurando los beneficios suelen ser más estables, ya que han desaparecido las empresas menos rentables y eficientes en las primeras fases del ciclo de vida.

Berger y Udell (1998) clasifican a las empresas de acuerdo a su edad en infantes (0 a 2 años), adolescentes (3 a 4 años), de mediana edad (5 a 24 años) y mayores (con 25 años o más). La mayor edad se ha mencionado como uno de los factores que ayudan a reducir el problema de información asimétrica. Las empresas nuevas tienen fuentes de financiamiento muy limitadas, pero esta situación va cambiando conforme aumenta su edad y tamaño. La decisión de escoger entre deuda o patrimonio por parte de las pymes



estará afectada por tres dimensiones de la opacidad informativa: verificación costosa del estado y selección adversa que tienden a favorecer los contratos de deuda, mientras que el riesgo moral tiende a favorecer los contratos de emisión de acciones.

En las empresas de más edad su requerimiento de financiamiento externo disminuye porque han ido acumulando utilidades retenidas y reservas. En general, la mayor antigüedad de las empresas coadyuva a que dispongan de mayor y mejor información económica financiera, lo que les posibilita mejorar el acceso al crédito en las instituciones financieras y la posibilidad de financiarse en el mercado de valores.

El tamaño es otro factor que puede ayudar a reducir el problema de la asimetría informativa. Las empresas grandes suelen presentar un menor riesgo empresarial, ya que suelen tener una mayor diversificación de proveedores, clientes, productos y mercados. Además, las empresas grandes, en general, producen una mayor cantidad de información de carácter administrativa y financiera para los acreedores e inversores. En consecuencia, el tamaño de la empresa puede influir en la financiación empresarial.

### **2.5.1 Financiación con Capital Propio**

Según Berger y Udell (1998) las empresas pequeñas y jóvenes, posiblemente, sin activos fijos tangibles que puedan utilizar como garantías y sin historial en sus primeras fases se financiarán en los mercados privados de capital con inversores ángeles, capitales riesgo y mayoritariamente con recursos del empresario. Sin embargo, en la investigación realizada a una muestra de PYMES norteamericanas los autores antes mencionados concluyen que las empresas de mediana edad y las viejas tienen valores altos de utilidades retenidas, y en cambio las empresas jóvenes presentan altos niveles de apalancamiento financiero.

El análisis del ciclo de vida financiero es útil para entender las dificultades que enfrentan las nuevas empresas para conseguir fondos a largo plazo en los países en los que los mercados de acciones y de bonos son poco desarrollados (Barona & Rivera, 2012).

El crédito comercial también es una fuente de financiamiento externa sin costo explícito muy importante para las PYMES más jóvenes que tienen dificultad para acceder a otras fuentes de financiamiento externas como los préstamos en instituciones

financieras. Además, el costo de financiamiento implícito del crédito de los proveedores suele ser elevado porque el cliente deja de aprovechar los descuentos por pronto pago (Petersen & Rajan, 1995) y (Granda, 2011).

### **2.5.2 Financiamiento Bancario**

Berger y Udell (1998) manifiestan que conforme las empresas van teniendo mayor edad, tamaño y transparencia informativa, se le van abriendo diversas fuentes de financiamiento, como los préstamos a corto y mediano plazo en las instituciones financieras. En este sentido, el crédito bancario está disponible para las PYMES en la medida que alcancen un determinado nivel de actividad y dispongan de activos tangibles como garantías.

Las fuentes tradicionales de financiamiento como los bancos y las cooperativas de ahorro y crédito son las más utilizadas por las pymes en Ecuador (Ministerio de Industrias y Productividad, 2012). Sin embargo, para financiarse las pymes enfrentan mayor dificultad que las empresas grandes.

Los problemas en el funcionamiento de los mercados de crédito constituyen un obstáculo para el crecimiento económico de los países de América Latina, y afectan, especialmente, a las pymes (CEPAL, 2011). Esta situación combinada con la importancia del sector en la economía, justifica la intervención de los gobiernos para atenuar las fallas en los mercados mediante la banca pública y la política crediticia (Quiroga, 2010).

En general, el financiamiento de la banca privada en América latina muestra una tendencia al crédito de corto plazo, a márgenes de intermediación elevados y a una marcada preferencia hacia las grandes empresas, excluyendo de manera significativa a las pymes (CEPAL, 2011). La falta de garantías y una alta volatilidad de los beneficios son dificultades que presentan las pymes para el acceso al financiamiento bancario, especialmente, a largo plazo.

Los instrumentos de deuda más utilizados en la financiación bancaria son los siguientes: 1) sobregiros en cuenta corriente, contratados o no, 2) préstamos hipotecarios, prendarios y quirografarios, 3) descuento de documentos, 4) factoring y 5) negociación de documentos resultantes de operaciones de comercio exterior.

Los instrumentos híbridos representan medios financieros flexibles y dinámicos que llenan la brecha entre deuda y emisión de acciones en términos de riesgo y rentabilidad, no son un producto destinado a empresas nuevas o en etapas iniciales según Ascúa (2005) y Berger y Udell (1998). Entre los instrumentos híbridos más conocidos constan los bonos de alto rendimiento, la deuda subordinada garantizada, los bonos convertibles y las acciones preferentes. El capital intermedio se suele utilizar para reestructurar pasivos, expandir operaciones, recapitalizar y para adquirir de pymes.

### 2.5.3 Financiamiento Bursátil

Finalmente, las empresas medianas y grandes consolidadas y con riesgo conocido podrían acudir al mercado de valores a financiarse a través de la emisión de instrumentos de deuda como el papel comercial, los bonos.

En el modelo del ciclo financiero la opción de emitir acciones se encuentra en último lugar. Myers y Majluf (1984) y Berger y Udell (1998) afirman que para las pymes la emisión de acciones puede ser complicada y muy costosa por el hecho de tener pocos activos tangibles, no ser conocidas en los mercados de capitales, por una mayor asimetría de información y porque supondría una pérdida del control. En la figura 4 se muestra el ciclo de vida financiero de las empresas.

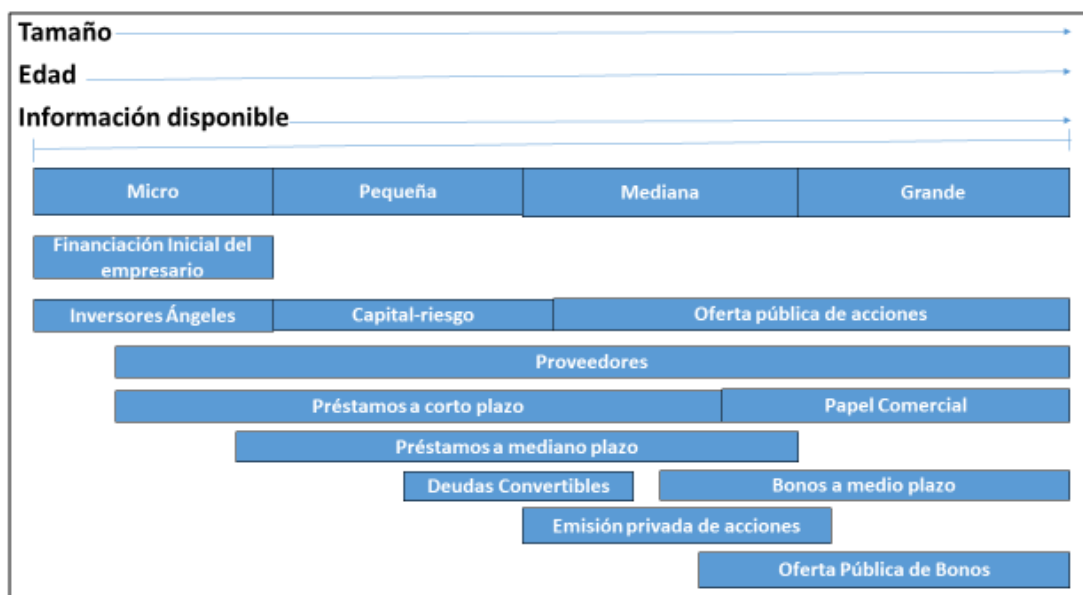


Figura 4: Modelo del Ciclo de Vida Financiero

Fuente: Elaboración propia según Berger y Udell (1998)

## 2.6 Marco referencial

En un documento titulado “Alternativas de financiamiento a través del Mercado de Valores para PYMES”, publicado por el Ministerio de Industrias y Productividad (2012), se identificaron los obstáculos y las oportunidades de financiamiento en el corto y mediano plazo para las PYMES en el mercado de valores ecuatoriano, se analizaron experiencias regionales e intrarregionales y se determinó que el mercado de valores ecuatoriano es pequeño en relación al PIB, se confirma que el mercado es elitista ya que la mayor participación es de grandes empresas y mínima por parte de las PYMES.

En la investigación antes mencionada se concluye que el mercado de valores es débil debido a la escasa cultura bursátil y de ahorro acompañado por una baja liquidez en el mercado secundario. La experiencia internacional sugiere que existen las mismas barreras de entrada para las PYMES, por ejemplo, la falta de transparencia de la información, engorrosos procesos de oferta pública, la percepción de alto riesgo, entre otras.

El REVNI fue un mecanismo establecido y autorregulado por las Bolsas de Valores ecuatorianas por el cual las empresas que no se encontraban inscritas en el Registro de Mercado de Valores ni en Bolsa, podían anotar valores en un registro especial con la finalidad de cotizar sus valores de manera ocasional o periódica, cuyo fundamento legal se encontraba en el artículo 34 de la Ley de Mercado de Valores, en las resoluciones de la Superintendencia de Compañías, del Consejo Nacional de Valores y en la Resolución Conjunta de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil del 4 de junio de 2013. Posteriormente, en febrero de 2016, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera expidió las Normas Aplicables al Registro Especial Bursátil (REB).

En un estudio empírico realizado por Gómez, García y Marín (2009) a 128 empresas manufactureras en México, se establecieron como conclusiones que las empresas que obtienen un crédito bancario, en su mayoría son aquellas que se encuentran en la fase de madurez con una edad mayor a los 10 años y de tamaño medianas categorizadas en función del número de empleados. Que las empresas al solicitar un préstamo se encuentran con la primera limitante el costo financiero (tasa de interés), en segundo lugar, los engorrosos trámites de la burocracia bancaria y en tercer lugar la no

disponibilidad de garantías que exige el prestamista. Además, para efectuar la solicitud de crédito deben presentar un aval con una buena solvencia económica y disponer de estados financieros auditados. En este sentido, el acceso al financiamiento a través del mercado de valores se vuelve todavía más difícil para las empresas jóvenes y pequeñas por la falta de historial crediticio.

En la tesis doctoral realizada por Felipe (2015) se indica que la existencia de un segmento del mercado para las pequeñas empresas es esencial para el buen funcionamiento del mercado de capitales. Mercados líquidos permiten a las pequeñas empresas captar recursos para financiar sus proyectos. En la Unión Europea, en la década de 1980, las principales bolsas de valores crearon segmentos paralelos destinados para aquellas empresas que no cumplían los requerimientos del primer mercado. En general, se exigían menores requisitos para el registro, menos exigencias posteriores de información y gastos más bajos. En la década de 1990, se crearon nuevos mercados para pequeñas empresas con alto potencial de crecimiento en un esfuerzo por replicar el éxito del mercado NASDAQ de EEUU. Los mercados de valores europeos tratan de facilitar la financiación de las pequeñas compañías definiendo normas ajustadas a sus características, pero con el nivel de transparencia necesario para atraer nuevos inversores.

## **2.7 Conclusión**

Las teorías financieras que explican la estructura de capital de las empresas inicialmente fueron desarrolladas en contextos de competencia perfecta, en donde el estado no interviene a través de los impuestos o del marco institucional. En este sentido, el valor de la empresa es independiente de la estructura de financiamiento, siendo indiferente para un proyecto financiarse con recursos propios o de terceros.

Posteriormente, se desarrollaron otras teorías más realistas que explican de mejor manera la problemática del financiamiento de las pequeñas y medianas empresas (pymes), ya que toman en cuenta los fallos del mercado como los impuestos, la información asimétrica, los costos de las dificultades financieras o de bancarrota, el marco institucional y el conocimiento formal, entre otros. En este sentido, para mercados imperfectos las principales son la teoría de la estructura de capital óptima, la

teoría de la jerarquía financiera, la teoría de las restricciones y el modelo del ciclo de vida financiero.

La teoría de la jerarquía financiera establece un orden de preferencias que está en función de las asimetrías de la información, de los costos de transacción y de los costos de agencia para financiar un proyecto de inversión. Se financia, inicialmente, con los fondos generados internamente, sino son suficientes se recurre al endeudamiento en las instituciones financieras, más adelante se puede recurrir a la emisión de deuda pública y como última alternativa la emisión de acciones. A menudo la alternativa de emitir acciones es la menos deseada porque implica ceder el control de la empresa y porque es muy costosa debido a que los potenciales inversionistas piensan que las acciones podrían estar sobrevaloradas por lo que exigirán una reducción de su precio.

El modelo del ciclo de vida financiero propone que las necesidades de financiamiento están en función del lugar que ocupa una empresa en su ciclo de vida. Este modelo toma en cuenta a la teoría de la jerarquía financiera e incorpora las siguientes variables: tamaño, edad e información disponible. En este sentido, la posibilidad de financiarse en el mercado de valores para una pequeña empresa no existe, en cambio la mediana empresa tendrá la posibilidad de emitir papel comercial, bonos a mediano y largo y plazo y como última alternativa emitir acciones.

Para el análisis del financiamiento de las pequeñas y medianas empresas ecuatorianas en el mercado de valores, se decide un abordaje de la investigación que incluye: el análisis del Marco Regulatorio, la Transparencia de la Información, la Cultura Bursátil y el Costo de Financiamiento.

## CAPÍTULO 3: MARCO METODOLÓGICO

En este capítulo se describe la metodología empleada para cumplir los objetivos planteados en la presente investigación. El trabajo se realizó en etapas. Se inicia con una revisión teórica de la evolución del mercado de valores ecuatoriano en el período 2007-2017, se analiza de manera específica la evolución del financiamiento de las pymes en el mercado de valores, y se revisan las principales teorías que explican la problemática del financiamiento de las empresas. Se continúa con el análisis de experiencias internacionales de financiamiento de pymes en el mercado de valores.

Posteriormente, tomando en cuenta la revisión teórica y las 14 entrevistas semi estructuradas realizadas a informantes relacionados con las partes interesadas se identificaron las principales variables y dimensiones cuali y cuantitavas que están asociadas al financiamiento de las pymes en el mercado de valores. Finalmente, se realizaron 259 encuestas a pequeñas y medianas compañías manufactureras de la provincia de Pichincha controladas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros que obtuvieron ingresos brutos entre US\$100.001 y US\$5.000.000 en el año 2017. Los datos recabados se utilizaron en el análisis descriptivo y en la comprobación de las hipótesis.

### **3.1 Alcance de la Investigación**

La investigación exploratoria se caracteriza porque hay ciertos aspectos del problema de investigación poco estudiados. Es descriptiva cuando se estudia las propiedades, características y rasgos importantes de un grupo o población. Además, es correlacional cuando tiene la finalidad de establecer el grado de relación que existe entre dos o más variables en un contexto determinado (Hernández, 2014).

La investigación es exploratoria porque se analizan variables poco estudiadas como cultura bursátil, transparencia de la información y marco institucional de las pymes manufactureras de la provincia de Pichincha.

El alcance la investigación es descriptiva, ya que se analiza la situación actual del mercado de valores ecuatoriano, el financiamiento de las pymes y las experiencias de otros países en financiamiento de las pymes en el mercado de valores.

La investigación es correlacional porque tiene como finalidad establecer el grado de asociación que existe entre las variables edad, constitución del capital, estructura de la propiedad, tamaño, estados financieros y mercado de valores.

### **3.2 Enfoque metodológico**

Por el enfoque la presente investigación es mixta ya que incorpora elementos cualitativos y cuantitativos. La investigación es cualitativa porque se realizaron entrevistas a informantes calificados y es cuantitativa porque se utilizó la encuesta para recolectar la información.

### **3.3 Etapa 1: Elaboración del marco teórico**

En esta primera etapa se elaboró el marco teórico a partir de una revisión bibliográfica del financiamiento de las pequeñas y medianas empresas en el mercado de valores, el mismo que sirvió para orientar a la investigación y para interpretar los resultados. Se utilizó una metodología de investigación documental para el estudio de la financiación empresarial en el mercado de valores. Las principales bases consultadas fueron, Scielo, Latindex, Redalyc, Dialnet, Science Direct, Google Académico y Elsevier.

Como criterios de búsqueda se utilizaron los siguientes descriptores: “Financiamiento pymes”, “mercado alternativo bursátil”, “teorías de financiamiento”, “imperfecciones del mercado”, entre otras. Estos descriptores se combinaron de diferentes maneras para ampliar la búsqueda. Finalmente, para la selección de las fuentes bibliográficas se consideró la relevancia de los autores, cantidad de citas y la importancia de las revistas en el contexto académico.

### **3.4 Etapa 2: Se identifican las características del mercado de valores ecuatoriano**

La segunda etapa tuvo como objetivo identificar las principales características del mercado de valores ecuatoriano. En esta etapa la investigación fue descriptiva y se utilizó el método analítico sintético para la revisión de documentos e informes estadísticos oficiales.



Se analizaron las siguientes variables cuantitativas:

- Estructura del mercado de valores ecuatoriano: de acuerdo al Sistema Integrado de Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros a noviembre de 2018.
- Relación PIB/capitalización bursátil: Se analizó esta relación durante el período 2000-2017 y se calculó el coeficiente de determinación ( $R^2$ ), la fuente de información fueron los informes bursátiles mensuales.
- Relación capitalización bursátil/PIB MILA, Latibex y de Ecuador: Se utilizó la base de datos del Banco Mundial correspondiente al año 2017.
- Relación Montos negociados/PIB: durante el período 2000-2017 con base en los informes bursátiles mensuales de la Bolsa de Valores de Quito.
- Número de emisores: en el período 2007-2017 de acuerdo a los anuarios estadísticos del Mercado de Valores y los boletines Quiénes y Cuántos Somos publicados por la Superintendencia de Compañías.
- Número de emisores vigentes por tamaño, sector económico y Provincia: a diciembre de 2017 con base en el Boletín Quiénes y Cuántos somos.
- Volúmenes negociados por tipo de renta, sector y mercado, Ratio oferta pública/crédito bancario, y la evolución del número de emisores que han participado en procesos de oferta pública en el período 2007-2017 de acuerdo a los boletines Quiénes, Cuántos Somos y los informes bursátiles mensuales y los Anuarios Estadísticos del Mercado de Valores.

### **3.5 Etapa 3: Se analizó el financiamiento de las pymes ecuatorianas**

La tercera etapa tuvo dos objetivos. El primero, analizar el marco regulatorio y normativo relacionado con el financiamiento de las pymes en el mercado de valores ecuatoriano. El segundo, determinar el costo efectivo anual que representa para las pymes financiarse en el mercado de valores. La investigación es descriptiva y cualitativa para el análisis del marco regulatorio, y descriptiva cuantitativa para determinar el costo efectivo anual de financiamiento.

En esta etapa se analizaron las siguientes variables cualitativas y cuantitativas:

- Número de empresas por tamaño durante el período 2012-2018 según el Directorio de Estadísticas y Censos (DIEE).
- Proporción de personas ocupadas y de ventas totales por tamaño de empresa en el período 2012-2018, el Directorio de Empresas del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC).
- Problemas de las pymes manufactureras de la Provincia de Pichincha: Investigación de Campo.
- Operaciones activas del sector privado y de la economía popular solidaria en el período 2016-2017, según la base de datos del Banco Central del Ecuador (BCE).
- Distribución de las operaciones pasivas durante el período 2015-2017, el plazo promedio de crédito y la tasa activa efectiva anual en el período 2016-2017, según la base de datos del BCE.
- Restricciones financieras de las pymes: Investigación de campo.
- Marco Legal: Para el análisis de las leyes y reglamentos relacionados con el financiamiento de las pymes en el mercado de valores se utilizó el método de análisis de contenido. Adicionalmente, se realizó un análisis comparativo entre el antiguo REVNI y el nuevo REB.
- Montos negociados en el antiguo Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI) en el período 2007-2016, con base en los anuarios estadísticos del Mercado de Valores y el Boletín Quiénes y Cuántos somos.
- Gastos por emisión de Obligaciones: La fuente de información son los prospectos de oferta pública.
- Costo Financiero de la emisión de obligaciones: De 5 pymes que emitieron obligaciones en el REB y 3 empresas grandes seleccionadas a criterio del investigador para comparar el costo financiero. Con base en los prospectos de oferta pública publicados por la Bolsa de Valores de Quito.

### **3.6 Etapa 4: Se analizaron las experiencias de otros países**

La cuarta etapa tuvo como finalidad analizar experiencias exitosas de otros países en financiamiento de pymes en el mercado de valores. En esta fase para cumplir con el objetivo planteado la investigación es descriptiva y cualitativa.

En esta fase se empieza analizando el Alternative Investment Market (AIM) de Inglaterra y el Euronext Growth de Francia que fueron de los primeros mercados alternativos en aparecer. Luego se analiza el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) español para la negociación de acciones que inició sus operaciones en el 2009, se analizan los requisitos de acceso como capitalización, edad, folleto informativo, gobierno corporativo, acciones susceptibles de incorporación, normas contables, oferta pública, asesor registrado, régimen informativo, proveedor de liquidez y costos de inscripción y de mantenimiento. También se revisa la evolución del financiamiento de las empresas en el MAB en el período 2013-2018 con base en el Informe de Mercado.

En España opera también el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) creado en el 2013, se analizan los requisitos de ingreso y permanencia utilizando como fuente de información al Reglamento del Mercado Alternativo de Renta Fija. Asimismo, se analiza el saldo vivo al cierre durante el período 2015-2018 y el volumen incorporado a negociación con base en los informes de mercado.

Más adelante, se estudia el caso de financiamiento de las pymes en el mercado de valores de Argentina. Los regímenes especiales PYMES CNV y PYMES CNV Garantizada operan para facilitar el acceso de las pymes al financiamiento. Las características del Régimen Pymes CNV se muestra en la tabla 56, así como el proceso para emitir la ON Simple en la figura 25 con base la Resolución General N° 696 de la Comisión Nacional de Valores. Luego, en la tabla 58 se realiza una comparación de la emisión de Obligaciones Negociables entre los regímenes especiales de Argentina y Ecuador. Luego se revisa el rol de las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) de Argentina a partir de las leyes 24.467 de 1995, 25.300 de 2000 y 27.444 de 2018.

El número de emisores pymes a diciembre de 2018 se muestra en la tabla 60 de acuerdo al informe trimestral a diciembre de 2018 de la CNV. La evolución de la participación del financiamiento de las pymes en el mercado de valores de Argentina en

el período 2008-2019 se observa en la figura 28, la misma que se ha incrementado en los últimos años. Finalmente, se muestra en las tablas 61 y 62 la evolución de la oferta pública de las pymes emisoras en millones de pesos corrientes y en dólares en el período 2016-2018, a partir de los informes trimestrales a diciembre de la CNV.

Para concluir esta etapa se estudia el caso del mercado alternativo bursátil peruano. Al inicio, se realiza una comparación de la emisión entre el régimen general y el mercado alternativo, en relación a los requisitos de ingreso y la información periódica que deben reportar. La evolución del número de pymes emisoras se muestra en la figura 30, y la evolución de su participación en el mercado de valores peruano en la figura 31. También se describe a la evolución de la oferta pública en miles de dólares de las pymes peruanas en el período 2014-2018 con base en las estadísticas de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV). Finalmente, se determina el ratio Demanda/ Oferta Pública para el caso de las pymes peruanas y se lo compara con el de las empresas ecuatorianas.

### **3.7 Etapa 5: Realización de entrevistas a informantes**

Canales (2016) define a la entrevista como un diálogo que se establece entre el investigador y el entrevistado, con la finalidad de obtener respuestas a las preguntas planteadas sobre un problema que se está investigando. Díaz, Torruco, Martínez y Varela (2013) manifiestan que la entrevista es una técnica muy útil en los estudios descriptivos para obtener información, especialmente, en la etapa de exploración, también puede servir como un insumo en el momento de elaborar instrumentos de recolección de datos como las encuestas.

Los objetivos de las entrevistas realizadas a los informantes fueron los siguientes: 1) explorar la problemática del financiamiento de las pymes en el mercado de valores desde la perspectiva de cada actor social y 2) conocer sus recomendaciones para que haya un mayor dinamismo en este mercado.

Se realizaron entrevistas semiestructuradas a 14 informantes relacionados con las partes interesadas, 9 varones y 5 mujeres entre 35 y 50 años que residen, actualmente, en Quito. El criterio de selección de los informantes fue de acuerdo al juicio del investigador y por recomendación de otros pares académicos, se buscó personas que

podrían ser considerados informantes de los temas a tratar por sus conocimientos o trayectoria profesional. Ver tabla 1

*Tabla 1: Nómina de Informantes entrevistados*

Nombres	Función	Entidad
Ing. Fredy Espinosa	Analista senior de Información	Bolsa de Valores de Quito
Ing. Gustavo Ruíz	Presidente	Cámara de la Pequeña y Mediana Empresa de Pichincha (CAPEIPI)
Dr. Wilson Araque	Director del Observatorio de PYMES	Universidad Andina Simón Bolívar
Ing. José Vásquez	Operador de Valores	Santa Fe Casa de Valores S.A.
Ing. Bernardo Orellana	Gerente de Fondos de Inversión	Anefi S.A Administradora de Fondos y Fideicomisos
Ing. Alex Cachago	Sub Gerente de Negocios Masivos	FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos
Ing. Carlos Flores	Gerente de Proyectos	ENLACE Negocios Fiduciarios S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos
Ing. Andrea Herrera	Ejecutiva de reclamos	Seguros Unidos S.A.
Ing. Erika Alvarado	Ejecutiva Comercial	Kerygmaseg Agencia Asesora Productora de Seguros S.A
Ing. Nadia Veloz Nuñez	Gerente General	Velpo S.A. Agencia Asesora Productora de Seguros
Dra. Susana Pazmiño	Sub Gerente de Fiducia	Corporación Financiera Nacional B.P.
Eco. Dudley Morales	Director de Riesgos	Instituto de Seguridad Social de las Fuerzas Armadas (ISSFA)
Ing. Carla Cisneros H.	Contadora General	Servicios Integrados Petroleros SINPET S.A
Ing. Cristian Pozo G.	Gerente Financiero	Red Transaccional Cooperativa S.A

Fuente: Elaboración propia

Se utilizaron tres cuestionarios de entrevistas, el primero dirigido a informantes de la Bolsa de Valores de Quito, Cámara de la Pequeña y Mediana Empresa de Pichincha (CAPEIPI), Universidad Andina Simón Bolívar y de las Casas de Valores, el cuestionario de la entrevista se muestra en el Anexo 1. El segundo orientado a inversionistas institucionales como Administradoras de Fondos y Fideicomisos, Compañías de Seguros,

Corporación Financiera Nacional e Instituto de Seguridad Social de las Fuerzas Armadas, el cuestionario se muestra en el Anexo 2. Para finalizar, se utilizó un tercer cuestionario dirigido a las pymes que han emitido valores con el nuevo mecanismo denominado Registro Especial Bursátil, según Anexo 3

En el procesamiento de las entrevistas se utilizó el método del análisis temático que según Sautu (2004) se compone de los siguientes pasos: 1) lectura sistemática y familiarización con las transcripciones de las entrevistas 2) elaboración de núcleos temáticos y 3) organización y comparación constante de resultados para establecer resultados que propicien una adecuada comprensión e interpretación del objeto de estudio. El análisis de las entrevistas se realizó con el programa computacional Atlas.ti versión 8.

### **3.8 Etapa 6: Diseño del cuestionario de la Encuesta**

García, Alvira, Alonso y Escobar (2016) definen a la encuesta como un proceso que permite la obtención y análisis de los datos de los casos de una muestra representativa de un universo, al que se pretende explorar, describir o explicar sus características. Para Casas, Repullo y Donaldo (2003) el cuestionario de la encuesta se lo diseña a partir de las hipótesis, variables empíricas, y entrevistas a informantes calificados cuando no se tiene un buen conocimiento de la población estudiada.

El cuestionario de la encuesta se lo estructuró a partir los siguientes instrumentos: 1) Encuesta Estructural a Pyme Industriales 2015 de Fundación ObservatorioPyme (2015), 2) cuestionario de restricciones financieras de Beck, Demirgüç y Maksimovic (2005), 3) Cultura Bursátil aporte del investigador, 4) cuestionario de transparencia e información financiera y no financiera de CAF (2013). *Ver Tabla 2*

Tabla 2. Estructura del Cuestionario de la Encuesta

INSTRUMENTO	Título	Fuente
ENCUESTA	Problemas y expectativas de las pymes	Encuesta Estructural a Pyme industriales 2015 Fundación ObservatorioPyme, (2015).
	Restricciones Financieras	Adaptado de Restricciones Financieras de Beck, Demirgüç y Maksimovic (2005).
	Cultura Bursátil	Elaboración propia
	Transparencia de la Información	Transparencia e información financiera y no financiera de CAF (2013).
	Marco Institucional	Adaptado de Restricciones legales de Beck, Demirgüç y Maksimovic (2005).

Fuente: Elaboración propia

### 3.8.1 Validez del cuestionario

Para García (2002) La validez de contenido consiste en el juicio por parte de expertos de la correspondencia entre una característica evaluada y lo que se incluye en un instrumento. En cambio, la validez de constructo se basa en el significado de los resultados de la aplicación de un cuestionario medida a través de las correlaciones y covarianzas entre los ítems.

#### 3.8.1.1 Validez de contenido

La validación del contenido del cuestionario de la encuesta se realizó entre los meses de enero y junio de 2019, para lo cual se estableció contacto con un grupo de 5 expertos previamente seleccionados. Los criterios para escoger a los expertos fue su conocimiento de la problemática del financiamiento de las pymes en el mercado de valores, ya sea porque laboran o coordinan actividades en este sector o realizan actividades de investigación desde la academia. En la *tabla 3* se muestran las características de los expertos que colaboraron en esta investigación.

*Tabla 3: Características de los expertos*

Nº Experto	Género	Ocupación	Estudios
1	Masculino	Director de un MBA y docente investigador	PHD
2	Masculino	Docente e Investigador en finanzas y estadística	PHD
3	Masculino	Director de un Observatorio Pymes	PHD
4	Masculino	Docente/Investigador y ex funcionario del Instituto de Seguridad Social de las Fuerzas Armadas	Maestría
5	Masculino	Docente/Investigador y ex Gerente de una entidad Bancaria	Maestría

Fuente: Elaboración propia

Los expertos seleccionados que participaron en la validación de contenido del cuestionario evaluaron la representatividad, claridad, comprensión e interpretación en cada ítem en una escala de 1 a 3, tal como se observa en el Anexo 4. Las preguntas evaluadas correspondían a las siguientes tres dimensiones: 1) Cultura Financiera-Bursátil, 2) transparencia de la información y 3) marco institucional. Asimismo, la validación de contenido permitió eliminar preguntas que según los expertos estaban redundantes o no aportaban al aspecto evaluado. No se tomó en cuenta a las restricciones financieras porque es un cuestionario que ya ha sido aplicado en Ecuador. Los datos se recopilieron y analizaron en Excel.

Una vez revisado el contenido por los expertos, el cuestionario quedó con 19 preguntas validadas, ya que obtuvieron una calificación mayor o igual a 75%, cumpliendo con el criterio de aceptación expresado por Crespo, D'Ambrosio, Racines Y Castillo (2016). Asimismo, se decidió mantener a 3 preguntas que obtuvieron una valoración entre 68% y 73% por estar cerca del 75%. El resultado es un cuestionario conformado por 22 preguntas compuesto por 3 dimensiones: Cultura Financiera-Bursátil (7 preguntas), transparencia de la información (3 preguntas) y marco institucional-legal (12 preguntas). Se aplicó la escala de Likert con una escala de 1 a 5 de acuerdo a los criterios. Ver Anexo 5

En el instrumento definitivo, se incluyeron, además, otras variables como antigüedad de la compañía, estructura de la propiedad, constitución de capital,



problemas de relevancia de la empresa, financiamiento y presentación de la información financiera.

### 3.8.1.2 Validez de constructo y confiabilidad interna

El método más utilizado para evaluar la confiabilidad interna del cuestionario de la encuesta es el coeficiente Alfa de Cronbach (Bojórquez, López, Hernández, & Jiménez, 2013). Este estadístico produce valores que oscilan entre 0 y 1, su valor mínimo aceptable es 0,7 (Celina & Campo, 2005). Un valor superior a 0,7 muestra una fuerte correlación entre las preguntas de un cuestionario, de una variable o de una dimensión.

El instrumento de la encuesta presenta un índice de validez de constructo aceptable, ya que se obtuvo un estadístico de Alfa de Cronbach de 0,87. En la *tabla 4* se muestra el Alfa de Cronbach para las restricciones financieras, cultura financiera, transparencia e información y marco institucional-legal.

*Tabla 4: Coeficientes de Alfa de Cronbach por Dimensión*

Factor	Dimensiones	Alfa de Cronbach
1	Restricciones Financieras	0,761
2	Cultura Financiera	0,848
3	Transparencia e Información	0,703
4	Marco Institucional-Legal	0,812

Fuente: Elaboración propia

### 3.8.2 Determinación de la población y del tamaño de la muestra

Según la Resolución N° 332-2017-V de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera y el Reglamento al Código Orgánico de la Producción, las compañías se clasifican como se indica en la *tabla 5*. En el caso de que exista discrepancia entre las dos variables para establecer el tamaño de una compañía, el criterio que prevalecerá será el valor de las ventas brutas anuales.

Tabla 5: Clasificación de las Empresas

<b>Variables</b>	<b>Micro Empresa</b>	<b>Pequeña Empresa</b>	<b>Mediana Empresa</b>	<b>Gran Empresa</b>
Personas ocupadas	1-9	10-49	50-199	≥200
Valor bruto de las ventas anuales (\$USD)	≤100.000	100.001-1.000.000	1.000.001-5.000.000	>5.000.000

Fuente: Diseño propio

De acuerdo al Ranking Empresarial de los entes controlados por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 5.057 empresas manufactureras reportaron sus balances hasta el 31 de diciembre de 2017. De estas últimas, aproximadamente, 1.774 empresas están ubicadas en la provincia de Pichincha. Asimismo, 793 en Pichincha tienen una antigüedad mayor a cinco años, las mismas que constituyen la población objeto de estudio de la presente investigación.

Se escogió como población objetivo, a las empresas manufactureras de antigüedad mayor a cinco años, porque en los primeros años de vida existe una alta tasa de cierre y por lo tanto no son buenas candidatas para participar en el mercado de valores. Para estimar el tamaño de la muestra, se utilizó la fórmula correspondiente a poblaciones finitas, y se realizaron los siguientes cálculos:

$$n = \frac{z^2 * N * p * q}{e^2 * (N - 1) + (z^2 * p * q)}$$

Donde: Z = Nivel de confianza

N = Tamaño de la población

p = Porcentaje de la población que tiene el atributo deseado (éxito)

q = Porcentaje de la población que no tiene el atributo deseado (fracaso)

e = Error de estimación máximo aceptado

n = Tamaño de la muestra

Datos utilizados en la fórmula de poblaciones finitas

$$Z = 1,96$$

$$N = 793$$

$$p = 0,5$$

$$q = 0,5$$

$$e = 0,05$$

$$n = \frac{1,96^2 * 793 * 0,5 * 0,5}{0,05^2 * (793 - 1) + (1,96^2 * 0,5 * 0,5)}$$

**n= 259 pymes**

De esta manera, se obtuvo una muestra de 259 pequeñas y medianas empresas de la provincia de Pichincha.

Asimismo, el 32,16% de la población fueron medianas y el restante 67,84% pequeñas, utilizando estos porcentajes se estableció el número de pymes a encuestarse quedando de la siguiente manera:

Empresas medianas = 83 encuestas

Empresas pequeñas = 176 encuestas

Total de la muestra = 259 encuestas

### **3.9 Etapa 7: Recolección de datos de la encuesta**

Una vez diseñado y validado el cuestionario, como siguiente paso se procedió a la realización de las 259 encuestas a las pequeñas y medianas empresas de la provincia de Pichincha desde mayo hasta diciembre de 2019. A las pymes que participaron en esta investigación se les garantizó confidencialidad acerca de las respuestas proporcionadas. Para finalizar, se realizaron visitas físicas a los gerentes o responsables del área financiera y los cuestionarios fueron entregados llenos en físico al equipo encuestador.

### **3.10 Etapa 8: Análisis de los datos de la encuesta**

En esta etapa se realizó primero el análisis univariado, y luego el análisis bivariado de las variables categóricas para comprobar las hipótesis planteadas. El procesamiento de las 259 encuestas se realizó con el paquete estadístico SPSS versión 24 y con Excel.

En el análisis descriptivo de cada variable se utilizaron tablas de frecuencias, tablas descriptivas, gráficos y medidas de tendencia central como la media. En relación al análisis bivariado, en esta investigación se utilizó la prueba de hipótesis de Chi-Cuadrado para determinar si existe o no asociación entre dos variables categóricas. Se realizaron las siguientes pruebas de hipótesis: 1) constitución del capital y estructura de la propiedad, 2) tamaño y constitución del capital, 3) constitución del capital y estados financieros, 4) constitución del capital y edad, 5) tamaño y estados financieros, 6) tamaño y mercado de valores, 7) estados financieros y mercado de valores, 8) estructura de la propiedad y estados financieros y 9) edad y mercado de valores.

## CAPÍTULO 4: MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

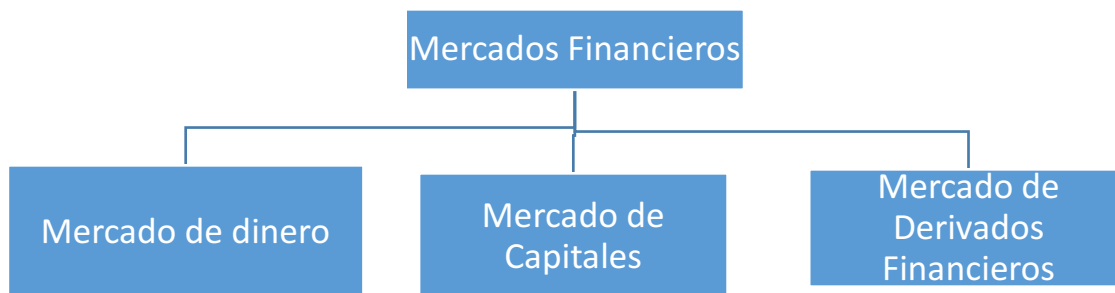
En este capítulo se analiza la estructura del mercado financiero ecuatoriano, el mismo incluye a los intermediarios financieros y al mercado de valores. Además, se analizó la evolución del mercado de valores ecuatoriano tomando como referencia las estadísticas, principalmente, de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y de la Bolsa de Valores de Quito.

Para determinar la importancia del mercado de valores en la economía ecuatoriana se verificó la relación existente entre las variables capitalización bursátil y Producto Interno Bruto (PIB). Se analizó el número de emisores vigentes por tamaño, sector y provincia a diciembre de 2017. Asimismo, se realizó un análisis “largo” (2007-2017) del número de emisores, de los volúmenes negociados por tipo de renta, sector y mercado y, finalmente, se analizó la evolución de la oferta pública de valores.

### **Mercado financiero ecuatoriano**

Martín & Trujillo (2004) definen a los Mercados financieros como el mecanismo a través del cual se intercambian activos financieros entre agentes económicos y se fijan sus precios. Los mercados financieros facilitan la transferencia de recursos desde las unidades superavitarias a las deficitarias y estos mercados permiten el financiamiento y la inversión por parte de familias, empresas y estado (Madura, 2016).

Por las características de los activos financieros que se negocian, según Madura (2016) los mercados financieros se clasifican en tres segmentos: mercado monetario, mercado de capitales y mercado de derivados financieros como se muestra en la figura 5.



*Figura 5: Segmentos de los mercados financieros*

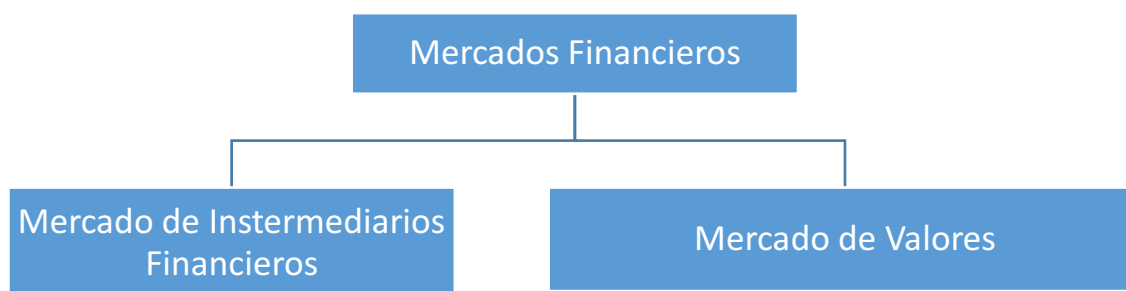
Fuente: Elaboración propia de acuerdo a Madura (2016)

En los mercados de dinero se negocian activos financieros a corto plazo, de bajo riesgo y alta liquidez. Los activos típicos de este mercado son los certificados de tesorería emitidos por el estado o los papeles comerciales emitidos por las empresas.

El mercado de capitales comprende la negociación de activos financieros de mediano y largo plazo. Los activos pueden ser: a) valores tanto de renta fija como los bonos y obligaciones, b) de renta variable como las acciones y c) los créditos a largo plazo.

Los derivados financieros son contratos cuyo valor se deriva del valor de un activo financiero subyacente como las acciones o bonos. Los derivados financieros permiten a los inversionistas especular sobre los movimientos del valor de un activo subyacente y administrar el riesgo (Madura, 2016).

Dependiendo de la clase de instituciones que participan, el mercado financiero se divide en dos segmentos: mercado de intermediarios financieros y mercado de valores, como se muestra en la figura 6.



*Figura 6: Instituciones partícipes en los mercados financieros*

Fuente: Elaboración propia

El Mercado de intermediarios financieros incluye a los bancos, mutualistas y cooperativas de ahorro y crédito, entre otros. Adquieren la mayor parte de sus recursos a partir de los depósitos que realiza el público, para luego colocados como créditos mediante intermediación indirecta (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996).

El mercado de valores es un segmento del mercado financiero, que se desarrolla, principalmente, a través de las bolsas de valores, en donde se negocian títulos de corto, mediano y largo plazo. El mercado bursátil canaliza recursos financieros mediante negociación directa entre inversionistas y empresas demandantes de recursos. Además, el mercado de valores incluye operaciones de los mercados de dinero y de capitales (Bolsa de Valores de Quito, 2006).

El Código Orgánico Monetario y Financiero aprobado en septiembre de 2014 regula los sistemas monetario y financiero, así como los regímenes de valores y seguros del Ecuador. En este código se incorporaron la Ley del Mercado de Valores como libro 2 y la Ley General de Seguros como libro 3. Además, se creó a la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera en reemplazo de la Junta Bancaria y de la Junta de Regulación del Mercado de Valores para regular al mercado de intermediarios financieros y al mercado de valores.

Para cumplir con el artículo 309 de la Constitución de la República del Ecuador, en el Código Orgánico Monetario y Financiero, se creó la Superintendencia de Economía

Popular y Solidaria para controlar al sector financiero popular y solidario. Por esta razón, las Cooperativas de Ahorro y Crédito y las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda que antes eran controladas por la Superintendencia de Bancos pasaron a ser vigiladas por el nuevo ente de control como se observa en la figura 7.

La Superintendencia de Bancos controla a los intermediarios financieros públicos y privados. En el Código Orgánico Monetario y Financiero se establece que el sector privado de intermediación financiera está compuesto por los bancos múltiples, bancos especializados, servicios financieros y servicios auxiliares del sistema financiero. Dentro de las entidades financieras públicas que realizan intermediación financiera se encuentran los bancos y las corporaciones. El código monetario dejó de contemplar la existencia de las sociedades financieras, y las compañías de seguros pasaron a ser controladas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Con la vigencia del Código Orgánico Monetario y Financiero, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros continúa controlando a los partícipes del mercado de valores como se observa en la figura 7.





Figura 7: Estructura del Mercado Financiero Ecuatoriano

Fuente: Elaboración propia en base a Código Orgánico Monetario y Financiero (2014) y Ley de Mercado de Valores (2014)

#### **4.1 Origen y Evolución del mercado de valores ecuatoriano**

Según la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2015) el desarrollo del mercado de valores en Ecuador tiene como antecedente la Bolsa de Comercio creada en 1906. La creación de la Bolsa coincidió con el auge cacaotero, configurándose una economía agroexportadora influenciada positivamente por la apertura del canal de Panamá en 1904.

Posteriormente, en 1935 se estableció en Guayaquil-Ecuador la denominada “Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A” que tuvo una vida muy corta hasta junio de 1936. Al parecer las condiciones imperantes en la época de la crisis cacaotera y la Gran Depresión de 1929 que afectó a todos los países de América Latina imposibilitaron su desarrollo.

En 1964 se creó la “Corporación de Valores-Corporación Financiera Nacional”, como una institución para el desarrollo industrial y para promover la creación de la bolsa de valores en Ecuador, sin embargo, no se concretó la creación debido al deterioro de la situación económica del país, generada en parte por la reducción de las exportaciones de banano.

En 1969 se dispuso la creación como sociedades anónimas de las bolsas de valores las ciudades de Quito y Guayaquil, coincidiendo con el incremento de la inversión extranjera en el sector petrolero ecuatoriano. “Hasta 1969, el capital externo había llegado sobre todo bajo la forma de créditos” (Acosta, 2006, p.118).

A principios de la década de 1990, surgieron un conjunto de propuestas económicas neoliberales conocidas como Consenso de Washington, vale la pena rescatar los siguientes componentes básicos de dicho recetario: 1) Privatización de las empresas públicas; 2) desregulación del mercado financiero y apertura de la cuenta de capitales; 3) apertura sin restricciones a la inversión extranjera directa. Con este recetario se buscaba establecer un entorno apropiado para garantizar la inserción de los países subdesarrollados en la globalización (Acosta, 2006). En este sentido el 26 de mayo de 1993, se expidió la primera Ley de Mercado de Valores en Ecuador.

En la Ley de Mercado de Valores se estableció que el Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías se encarguen de la supervisión y control del Mercado

de Valores y que las bolsas de valores funcionen como corporaciones civiles sin fines de lucro. En 1998 se modificó la Ley añadiendo nuevos mecanismos como la titularización y los negocios fiduciarios.

Desde el 20 de enero de 2012, las Bolsas de Valores de Quito, Guayaquil y sus casas de valores miembros, operan a través del Sistema Interconectado Único Bursátil (SIUB), teniendo cada bolsa una participación del 50%. REDEVAL es la empresa encargada de administrar este sistema. La unificación del sistema permite que exista un solo mercado más transparente que cuente con precios nacionales. De esta manera un título valor se cotiza con un mismo precio en las dos Bolsas de Valores.

En el 2014, se aprobó la Ley Orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil, se estableció que las bolsas de valores debían ser sociedades, se introdujeron las figuras de oferta pública de adquisición (OPA), fondos cotizados y las casas de valores adquieren la categoría de banca de inversión. Posteriormente, el mismo año se expidió el Código Orgánico Monetario y Financiero, en el cual se trasladó el control del área de seguros a la Superintendencia de Compañías, y el Consejo Nacional de Valores fue reemplazado por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Además, se cambió el nombre del Registro de Mercado de Valores por Catastro Público del Mercado de Valores.

Las instituciones y partícipes en el mercado de Valores ecuatoriano son las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, las Casas de Valores que en otros países se llaman Bancos de Inversión, las calificadoras de Riesgo, las Administradoras de Fondos y fideicomisos, los Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, los inversionistas y los emisores de valores.

#### **4.2 Estructura del mercado de valores ecuatoriano**

El mercado de valores ecuatoriano, como se puede observar en la *tabla 6*, al mes de noviembre de 2018 estuvo conformado por los siguientes partícipes:

**BOLSAS DE VALORES**, son sociedades anónimas desde el 2014, que tienen por objeto brindar los servicios y mecanismos necesarios para la negociación de valores. En Ecuador operan las bolsas de valores de Quito y de Guayaquil.

**CASAS DE VALORES**, compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para realizar la intermediación de valores de acuerdo a las instrucciones de sus comitentes. En Ecuador operan 30 casas de valores, 14 en Guayaquil y 16 en Quito. En Guayaquil laboran 45 operadores de valores, mientras en Quito laboran 72 operadores de valores, incluidos los del sector público. Solamente, las casas de valores y el Banco del Instituto de Seguridad Social-BIESS pueden realizar actividades de banca de inversión.

**DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES**, son instituciones públicas o compañías anónimas autorizadas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para recibir en depósito valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, se encargan de su custodia y conservación, liquidación y registro de transferencias y operan como cámara de compensación de valores. Al mes de noviembre de 2018 operaron 2 depósitos de valores: El Banco Central del Ecuador y el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.

**LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS Y FIDEICOMISOS**, son compañías anónimas que administran fondos de inversión y negocios fiduciarios, que actúan como emisores en procesos de titularización y representan fondos internacionales de inversión. En Ecuador al mes de noviembre de 2018 operaron 25 administradoras de fondos y fideicomisos, 16 en Guayaquil y 9 en Quito.

**CALIFICADORAS DE RIESGO**, son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, que tienen por objeto principal la calificación de riesgo de los valores y emisores. En Ecuador al mes de noviembre de 2018 operaron 7 calificadoras de riesgo, 2 en Guayaquil y 5 en Quito.

**EMISORES**, son compañías públicas, privadas o instituciones del sector público que financian sus actividades mediante la emisión y colocación de valores en el mercado. En Ecuador en noviembre de 2018 estuvieron registrados 364 emisores, 202 en Guayaquil y 162 en Quito.

**INVERSIONISTAS**, son aquellas personas naturales o jurídicas que disponen de recursos financieros y los destinan a la adquisición de valores, con el objetivo de lograr una rentabilidad adecuada al riesgo asumido.

*Tabla 6: Estructura del mercado de valores ecuatoriano a noviembre de 2018*

JUNTA DE POLÍTICA Y REGULACION MONETARIA Y FINANCIERA				
SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS VALORES Y SEGUROS				
INTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES	GUAYAQUIL	TOTAL NACIONAL	QUITO	INTENDENCIA REGIONAL DE MERCADO DE VALORES
Bolsa de Valores de Guayaquil	1	2	1	Bolsa de Valores de Quito
Casas de Valores	14	30	16	Casas de Valores
Operadores de Valores	45	117	72	Operadores de Valores ( Incluye operadores Sector Público)
Administradoras de fondos	16	25	9	Administradoras de fondos
Fondos de Inversión	9	25	16	Fondos de Inversión
Calificadoras	2	7	5	Calificadoras
Auditoras	36	73	37	Auditoras
Estructuradores	16	31	15	Estructuradores
Depósito de Valores	1	2	1	Depósito de Valores
Representantes de Obligacionistas	8	17	9	Representantes de Obligacionistas
Emisores	202	364	162	Emisores

Fuente: Sistema Integrado de Mercado de Valores. Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado por:** Subdirección de Promoción, Orientación y Educación al Inversionista.

#### 4.3 Relación entre PIB y Capitalización Bursátil en Ecuador.

Este apartado tiene el objetivo de realizar un análisis cuantitativo que permita contrastar la hipótesis de que el mercado de valores y el PIB mantienen una relación en el largo plazo para el Ecuador. En este sentido, se realiza un análisis de la relación a largo plazo entre el PIB del Ecuador y el mercado de valores, medido por la capitalización bursátil. Las variables de análisis para el modelo son:

- Producto Interno Bruto del Ecuador (PIB) en millones de dólares americanos, US\$ a precios constantes del año 2007, como variable dependiente para el periodo 2000-2017, cuyos datos se han obtenido del Banco Mundial.
- Capitalización bursátil en millones de dólares americanos, US\$ a precios constantes del año 2007, como variable independiente para el periodo 2000-2017, cuyos datos se han obtenido de la Bolsa de Valores de Quito. Las bases de datos se encuentran en la *tabla 7*.

Tabla 7: Capitalización bursátil y PIB de Ecuador (dólares constantes de 2007)

Año	Capitalización Bursátil (millones US\$ a precios constantes de 2007)	PIB (Millones de USD de 2007)
2000	1537.64	37726.40
2001	2291.78	39241.40
2002	2515.42	40849.00
2003	2591.46	41961.30
2004	3392.63	45406.70
2005	3657.07	47809.30
2006	4463.33	49914.60
2007	4475.00	51007.80
2008	4000.10	54250.40
2009	3748.02	54557.70
2010	4177.08	56481.10
2011	4441.23	60925.10
2012	4326.96	64362.40
2013	4650.07	67546.10
2014	5087.36	70105.40
2015	4675.23	70174.70
2016	4247.88	69068.50
2017	4720.22	71139.20

Fuente: Elaboración propia en base a BVQ.

Según se observa en la figura 8 existe una relación positiva entre el PIB y el mercado de valores, medido por la capitalización bursátil, entre 2000 y 2017.

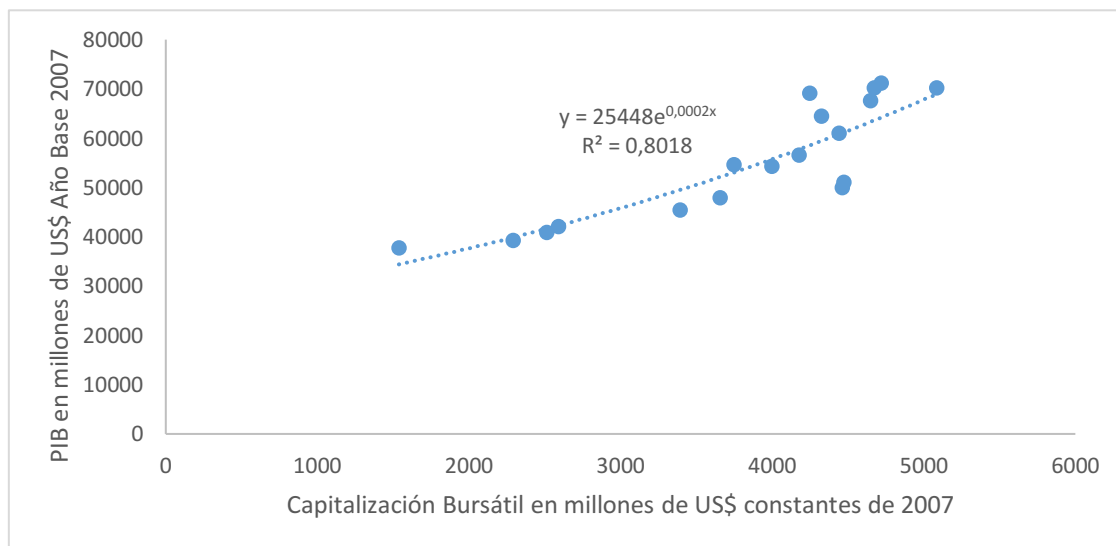


Figura 8: PIB vs. Capitalización Bursátil, 2007-2017

Fuente: Elaboración propia en base a BVQ.

La relación Capitalización Bursátil con respecto al PIB en dólares corrientes en Ecuador en el período 2000-2006 se incrementó del 4.1% al 8.9%, mientras que en el período 2007-2016 disminuyó su participación hasta el 6.2% como se puede observar en la *tabla 8*.

*Tabla 8: Relación capitalización/PIB de Ecuador (dólares corrientes)*

<b>Año</b>	<b>Capitalización Bursátil (millones de dólares)</b>	<b>PIB nominal (Millones de USD)</b>	<b>Capitalización Bursátil/PIB</b>
2000	747,0	18.318,6	4.1%
2001	1.429	24.468,3	5.8%
2002	1.758	28.548,9	6.2%
2003	2.003	32.432,9	6.2%
2004	2.734	36.591,7	7.5%
2005	3.175	41.507,1	7.6%
2006	4.185	46.802,0	8.9%
2007	4.475	51.007,8	8.8%
2008	4.554	61.762,6	7.4%
2009	4.295	62.519,7	6.9%
2010	5.144	69.555,4	7.4%
2011	5.779	79.276,7	7.3%
2012	5.911	87.924,5	6.7%
2013	6.549	95.129,7	6.9%
2014	7.382	101.726,3	7.3%
2015	6.615	99.290,4	6.7%
2016	6.065	98.614,0	6.2%
2017	6.838	103.056,6	6.6%

Fuente: Diseño propio basado en: (Bolsa de Valores de Quito, 2017).

En Ecuador la relación Capitalización Bursátil con respecto al PIB es baja si se lo compara con otros países latinoamericanos que cotizan en el MILA o en la Bolsa Española, por ejemplo, según el Banco Mundial (2017) en 2016 en Chile representó el 86%, en Brasil y Perú el 42,2% y en Colombia el 36.8%, entre otros, como se observa en la *tabla 9*.

*Tabla 9: Relación capitalización busátil/PIB, MILA, LATIBEX y Ecuador 2016*

<b>No</b>	<b>País</b>	<b>Capitalización Bursátil/PIB</b>
1	Chile	86.0%
2	Brasil	42.2%
3	Perú	42.2%
4	Colombia	36.8%
5	México	33.5%
6	Argentina	11.7%

Fuente: Diseño propio basado en: Banco Mundial (2017).

Para las empresas que cotizan en el mercado de valores ecuatoriano es difícil el acceso al financiamiento en otros mercados. Por ejemplo, en el segmento latinoamericano para valores de renta variable que cotizan en la Bolsa Española (LATIBEX), el requisito de capitalización bursátil mínimo es de 300 millones de euros, posibilitaría el ingreso a este mercado a sólo 5 empresas ecuatorianas. Con respecto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), el acceso de una empresa ecuatoriana está en función de que las bolsas de valores ecuatorianas se integren a este mercado.

#### 4.4 Montos negociados en el mercado de valores ecuatoriano

En Ecuador la relación monto negociado con respecto al PIB en el período 2000-2017 fue de 7.6% promedio anual. Solamente, en 2017 esta relación fue de 6,4%, la misma que se considera baja si se compara con otros países latinoamericanos como Colombia 104.1%, Chile 93% y Brasil 35.9%, entre otros, como se expone en las tablas 10 y 11.

Desde el 2010 hasta el 2013 se observa una disminución de los montos negociados en el mercado de valores, el motivo principal, fue que el BIESS, dejó de participar para la compra de bonos del estado o certificados de tesorería. En el 2008, con la aprobación de la Ley de Seguridad Financiera, se dejó en libertad a las entidades del sector público para utilizar o no al mercado de valores. En este sentido, primó el criterio de ahorrar el valor de las comisiones realizando directamente las transacciones.

Además, en 2012, venció el plazo para que los bancos se desvinculen de las actividades ajenas al ámbito bancario conforme lo establece la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado publicada en el Registro Oficial el 13 de octubre de 2011. En consecuencia, los bancos vendieron a las Casas de Valores y las Administradoras de Fondos y Fideicomisos.

*Tabla 10: Relación monto negociado/PIB en el mercado de valores ecuatoriano*

<b>Año</b>	<b>Monto negociado ( Millones de USD)</b>	<b>PIB nominal (Millones de USD)</b>	<b>Total Negociado/PIB</b>
<b>2000</b>	2.771	18.318,6	15.1%
<b>2001</b>	1.807	24.468,3	7.3%
<b>2002</b>	1.682	28.548,9	5.9%
<b>2003</b>	2.258	32.432,9	7.0%
<b>2004</b>	3.627	36.591,7	9.9%
<b>2005</b>	3.502	41.507,1	8.4%
<b>2006</b>	4.865	46.802,0	10.4%



<b>2007</b>	3.470	51.007,8	6.8%
<b>2008</b>	5.183	61.762,6	8.4%
<b>2009</b>	6.426	62.519,7	10.3%
<b>2010</b>	5.106	69.555,4	7.3%
<b>2011</b>	3.768	79.276,7	4.8%
<b>2012</b>	3.753	87.924,5	4.3%
<b>2013</b>	3.721	95.129,7	3.9%
<b>2014</b>	7.544	101.726,3	7.5%
<b>2015</b>	5.047	99.290,4	5.1%
<b>2016</b>	8.334	98.614,0	8.5%
<b>2017</b>	6.617	103.056,6	6.4%
<b>Relación monto negociado/PIB periodo 2000-2017</b>			<b>7.6%</b>

Fuente: Diseño propio basado en: (Bolsa de Valores de Quito, 2017)

*Tabla 11: Relación monto negociado/PIB, MILA, LATIBEX y Ecuador 2017*

<b>No</b>	<b>País</b>	<b>Monto negociado/PIB</b>
1	Colombia	104.1%
2	Chile	93.0%
3	Brasil	35.9%
4	Argentina	24.0%
5	Perú	13.6%
6	Ecuador	6.4%

Fuente: Diseño propio basado en: Banco Central de Reserva del Perú (2017), Bolsa de Valores de Quito (2017), Bolsa de Santiago (2017), Bolsa de Comercio de Buenos Aires (2017), Grupo BMV (2017) y Federación Iberoamericana de Bolsas (2018).

#### **4.5 Número de emisores inscritos en el mercado de valores ecuatoriano**

Continuando con el análisis, la figura 9 permite observar el número de emisores inscritos dentro del mercado de valores ecuatoriano. La tendencia ha sido creciente pasando de 155 emisores en 2007 a 465 en 2014. Desde el año 2015 la tendencia es decreciente debido al contexto económico y político del país. Cabe recalcar que desde el año 2008 la Bolsa de Valores de Guayaquil supera en emisores a la de Quito, esta situación se debe a que en ella se realizan mayores actividades de comercio.

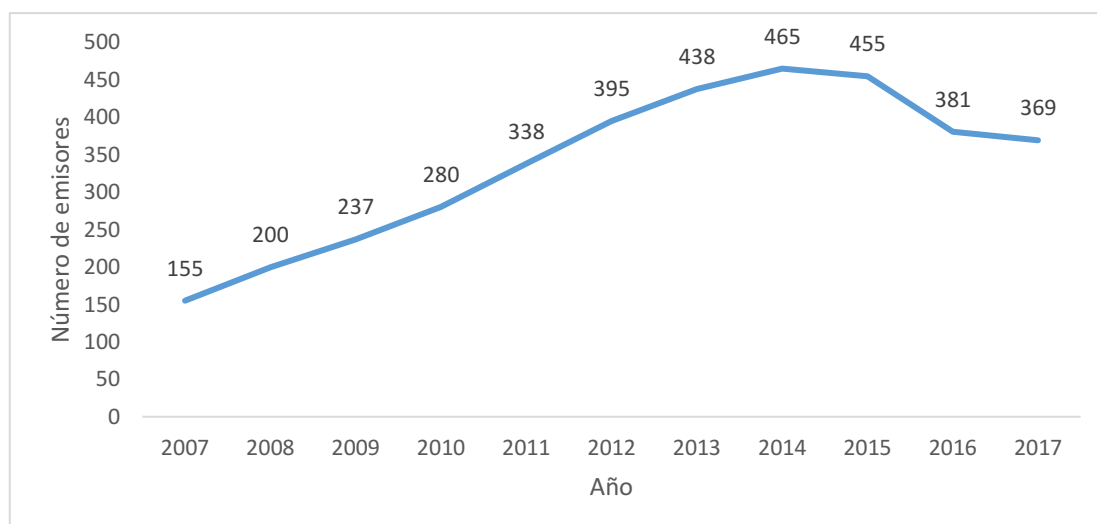


Figura 9: Número de emisores inscritos, 2000-2017

**Fuente:** Diseño propio basado en Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, (2007, 2008, 2009, 2012, 2013, 2014, 2015) y Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2017a)

La relación MiPyMES emisoras con respecto al total de compañías emisoras inscritas en las bolsas de valores se ubicó en un rango entre 18% y 21% en el período 2011-2017 como se observa en la *tabla 12*. Esta relación es baja tomando en cuenta que las microempresas representaron el 63.8%, y las PYMES el 33,1% de las 66.873 compañías activas que entregaron los estados financieros a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en el año 2017 (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2018).

Tabla 12: Relación emisores inscritos Mipymes/Total emisores

Año	MiPyMES Emisoras inscritas	Total Emisoras <sup>2</sup> Inscritos	Relación MiPyMES/Total Emisoras
2011	36	204	18%
2012	47	244	19%
2013	54	276	20%
2014	61	302	20%
2015	64	315	20%
2016	54	292	18%
2017	60	282	21%

Fuente: Diseño propio basado en Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2017a).

<sup>2</sup> En el total de emisores sólo están tomadas en cuenta las compañías.

#### 4.5.1 Emisores vigentes por tamaño, sector económico y Provincia

Las empresas grandes representaron el 76.6% de las compañías emisoras vigentes, el 18.3% empresas medianas, el 4.4% pequeñas y el 0.8% microempresas a diciembre de 2017. Es decir, el 22.7% del total de compañías emisoras vigentes fueron PYMES, como se presenta en la *tabla 13*.

*Tabla 13: Participación de las compañías emisoras vigentes según el tamaño*

<b>Tamaño</b>	<b>Número de emisores</b>	<b>% de participación</b>
<b>Grande</b>	193	76,6%
<b>Mediana</b>	46	18,3%
<b>Pequeña</b>	11	4,4%
<b>Microempresa</b>	2	0,8%
<b>Total</b>	252	100,0%

Fuente: Diseño propio basado en Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2017a)<sup>3</sup>

Con respecto a la participación de los emisores en el mercado de valores ecuatoriano según el sector económico al que pertenecen, primero se ubicó el comercial (38,9%), segundo el industrial (29,4%), tercero servicios (15%) y cuarto el agrícola, ganadero, pesquero y maderero (10,3%) a diciembre de 2017. Es decir, estos cuatro sectores representan el 93,6% de los emisores vigentes, tal como se observa en la *tabla 14*. En este sentido, el mercado de valores es una oportunidad para el sector manufacturero, ya que es una fuente de financiamiento de largo plazo que puede ser utilizada para mejorar la productividad y competitividad tanto en el mercado local como en el internacional.

*Tabla 14: Compañías emisoras por sector económico 2017*

<b>Sector</b>	<b>Número emisores</b>	<b>Participación (%)</b>
Comercial	98	38,9%
Manufacturero	74	29,4%
Servicios	38	15,0%
Agrícola, ganadero, pesquero y maderero	26	10,3%
Inmobiliario	6	2,4%
Construcción	5	2,0%
Actividades Financieras y de seguros	4	1,6%
Energía y minas	1	0,4%
<b>TOTAL</b>	<b>252</b>	<b>100%</b>

Fuente: Diseño propio basado en Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2017a).<sup>4</sup>

<sup>3</sup> En el número de compañías emisoras no están tomadas en cuenta las instituciones financieras

<sup>4</sup> El total compañías emisoras incluye al sector financiero y seguros

El 60.7% de las compañías emisoras privadas se ubicaron en el Guayas, el 31% en Pichincha, el 3.6% en Azuay, y el restante 4.7% en las provincias de Manabí, Santo Domingo, Tungurahua, Cotopaxi y Loja a diciembre de 2017. Es decir, el 95.3% de las compañías emisoras privadas pertenecían a Guayas, Pichincha y Azuay como se observa en la *tabla 15*.

*Tabla 15: Participación de las compañías emisoras vigentes por la provincia*

Provincia	Número de emisores	% de participación
Guayas	153	60,7%
Pichincha	78	31,0%
Azuay	9	3,6%
Manabí	3	1,2%
Santo Domingo	3	1,2%
Tungurahua	3	1,2%
Cotopaxi	2	0,8%
Loja	1	0,4%
<b>Total</b>	<b>252</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Diseño propio basado en Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2017a)

#### 4.6 Volúmenes negociados por tipo de renta, sector y mercado

En lo que respecta al volumen negociado por el tipo de renta, durante el período 2007-2017 en promedio el 93.6% correspondió a títulos de renta fija, mientras que sólo el 6.4% a títulos de renta variable como se observa en la *tabla 16*. Según Villagomez (2014) el mercado de valores ecuatoriano se caracteriza por tener una alta concentración de títulos de renta fija debido, principalmente, a la estructura familiar de la mayoría de empresas ecuatorianas. En los años 2009 y 2014 se vio incrementada la participación de la renta variable porque en el 2009 se negociaron las acciones de Holcim Ecuador S.A y de Cervecería Nacional, y en el 2014 de Lafarge Cementos S.A, Holding Tonicorp S.A y Banco del Pacífico.

*Tabla 16: Volumen negociado según el tipo de renta en miles de \$USD*

Años	Renta Fija	Participación del Total %	Renta Variable	Participación del Total %	Total Nacional
2007	3,179,986	91.6%	289,778	8.4%	3,469,764
2008	4,993,032	96.6%	177,969	3.4%	5,171,000
2009	5,070,857	78.9%	1,356,427	21.1%	6,427,284
2010	4,973,836	97.4%	132,086	2.6%	5,105,921

2011	3,647,719	97.0%	112,917	3.0%	3,760,636
2012	3,603,982	96.2%	144,135	3.8%	3,748,117
2013	3,573,902	96.0%	148,365	4.0%	3,722,267
2014	6,341,090	84.1%	1,203,048	15.9%	7,544,138
2015	4,969,257	98.5%	77,666	1.5%	5,046,923
2016	8,240,083	98.8%	96,386	1.2%	8,336,469
2017	6,574,386	99.4%	42,475	0.6%	6,616,861
<b>Total</b>	<b>55,168,129</b>	<b>93.6%</b>	<b>3,781,252</b>	<b>6.4%</b>	<b>58,949,381</b>

Fuente: Diseño propio basado en Bolsa de Valores de Quito (2017)

En el período 2007-2017 los títulos de renta fija más negociados fueron los siguientes: certificados de tesorería (CETES), certificados de inversión, certificados de depósito, papel comercial, bonos del estado, obligaciones corporativas y los valores de titularización, mientras que los títulos de renta variable más negociados fueron las acciones.

Asimismo, se evidencia en el mercado de valores ecuatoriano una tendencia creciente de la participación del sector público desde 2013, en relación a los títulos de renta fija, como se observa en la *tabla 17*. El aumento se debió, principalmente, a la emisión de certificados de tesorería para financiar un presupuesto general del estado cada vez más abultado. Al mismo tiempo se observa una disminución de la participación del sector privado motivada, principalmente, por el deterioro de la situación económica del Ecuador y un marco regulatorio cada vez más complicado para las empresas.

*Tabla 17: Volumen negociado por sector en miles de \$USD*

Años	Sector Público	Participación		Total Nacional	
		del Total %	Sector Privado		Participación del Total %
<b>2007</b>	1,014,574	28.9%	2,495,398	71.1%	3,509,972
<b>2008</b>	1,129,891	21.9%	4,034,690	78.1%	5,164,581
<b>2009</b>	1,766,446	27.5%	4,660,331	72.5%	6,426,777
<b>2010</b>	2,224,034	43.7%	2,869,370	56.3%	5,093,404
<b>2011</b>	1,090,985	29.0%	2,670,040	71.0%	3,761,025
<b>2012</b>	1,367,723	36.5%	2,380,992	63.5%	3,748,715
<b>2013</b>	1,914,252	51.4%	1,808,015	48.6%	3,722,267
<b>2014</b>	3,876,410	51.4%	3,667,728	48.6%	7,544,138
<b>2015</b>	3,375,102	67.9%	1,594,155	32.1%	4,969,257
<b>2016</b>	5,743,758	68.9%	2,592,711	31.1%	8,336,469
<b>2017</b>	4,184,487	63.2%	2,432,374	36.8%	6,616,861
<b>Total</b>	<b>27,687,662</b>	<b>47.0%</b>	<b>31,205,804</b>	<b>53.0%</b>	<b>58,893,466</b>

Fuente: Diseño propio basado en (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2007, 2008, 2009, 2012, 2013, 2014, 2015) y (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017a)

En relación al monto negociado por tipo de mercado en el período 2007-2017, se verifica en promedio el 78.2% correspondió al mercado primario mientras que sólo el 21.8% se lo realizó en el mercado secundario. Esta relación se ha mantenido más o menos constante a lo largo de los años como se observa en la *tabla 18*, lo que indica que el mercado de valores ecuatoriano se caracteriza por ser, principalmente, de emisión.

*Tabla 18: Volumen negociado por tipo de mercado en miles de \$USD*

<b>Años</b>	<b>Mercado Primario</b>	<b>Participación del Total %</b>	<b>Mercado Secundario</b>	<b>Participación del Total %</b>	<b>Total Nacional</b>
<b>2007</b>	2,685,335	76.5%	824,637	23.5%	3,509,972
<b>2008</b>	4,428,555	85.7%	736,026	14.3%	5,164,581
<b>2009</b>	4,529,022	70.5%	1,897,755	29.5%	6,426,777
<b>2010</b>	4,467,767	87.7%	625,637	12.3%	5,093,404
<b>2011</b>	2,865,338	76.2%	895,687	23.8%	3,761,025
<b>2012</b>	2,584,872	69.4%	1,138,289	30.6%	3,723,161
<b>2013</b>	2,926,999	78.6%	795,268	21.4%	3,722,267
<b>2014</b>	5,418,968	71.8%	2,125,170	28.2%	7,544,138
<b>2015</b>	3,972,709	78.7%	1,074,073	21.3%	5,046,782
<b>2016</b>	7,066,538	84.8%	1,269,931	15.2%	8,336,469
<b>2017</b>	5,174,791	78.2%	1,442,070	21.8%	6,616,861
<b>Total</b>	<b>46,120,894</b>	<b>78.2%</b>	<b>12,824,543</b>	<b>21.8%</b>	<b>58,945,437</b>

Fuente: Diseño propio basado en Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2007, 2008, 2009, 2012, 2013, 2014, 2015) y Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2017a)

#### **4.7 La oferta pública de títulos valores**

En referencia a la evolución de la oferta pública de valores, existe un crecimiento desde el año 2007 hasta el año 2012. En cambio, desde el 2013 hasta el 2016 los montos negociados bajan, debido a que se presentó una desaceleración de la economía ecuatoriana, principalmente, por factores externos como la caída del precio del petróleo. Para el año 2017 la oferta pública creció a una tasa del 26.6% con respecto al 2016. Ver *tabla 19*

Como se puede apreciar en la *tabla 20*, en el período 2007-2017 se verifica un predominio casi absoluto de los títulos de renta fija con una participación del 95%, y dentro de estos las titularizaciones son las que más se emitieron con una participación promedio de 34% del total de la oferta pública, le siguió la emisión de obligaciones con el 33% y el papel comercial con el 28%. El restante 5% corresponde a los títulos de renta variable como las acciones y la oferta pública de adquisición-OPA.

## **Valores producto de procesos de titularización**

La titularización es una herramienta financiera a través de la cual se convierten activos financieros poco líquidos en instrumentos negociables. El proceso consiste en emitir valores que pueden ser colocados y negociados libremente en el mercado de valores con cargo a un patrimonio autónomo (fideicomiso mercantil). La titularización puede ser sobre activos que ya existen o se espera que existan, con la expectativa de que generen flujos de caja.

En Ecuador, la titularización como mecanismo de financiamiento empezó a ser utilizada desde el año 2002. En el total del monto de la oferta pública en el período 2007-2017, la más importante fue la participación de los valores provenientes de procesos de titularización, representaron en promedio el 34% del total. Hasta el año 2011 las titularizaciones presentaron un crecimiento sostenido hasta alcanzar los USD\$ 962.37 millones, representando un 54% del total negociado. Desde el año 2012 hasta el 2016 las titularizaciones experimentaron un decrecimiento hasta ubicarse en sólo USD\$ 44 millones de dólares con una participación del 7% con respecto al total de la oferta pública.

La disminución de las titularizaciones se debió, principalmente, a la vigencia desde mayo de 2014 de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (2014), que incluyó reformas a la Ley de Mercado de Valores. En este sentido, a las instituciones del sistema financiero se prohíbe ser beneficiarios en fideicomisos mercantiles de garantía para operaciones de crédito de consumo, en ningún caso se podrán constituir fideicomisos mercantiles en garantía sobre vehículos, para las ventas futuras se requiere de garantía solidaria del originador, así como una garantía específica que cubra el monto de la emisión.

## **Obligaciones**

Las obligaciones son títulos representativos de deuda a largo plazo, emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador, y por quienes establezca la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, este mecanismo permite obtener recursos directamente del público con el objetivo de financiar sus actividades. Las obligaciones otorgan el derecho

al tenedor al cobro de intereses y a la recuperación del capital, son emitidas a plazos mayores a 360 días.

Las obligaciones convertibles en acciones son emitidas por las sociedades anónimas, las cuales otorgan el derecho a su titular de optar por el pago del valor de las obligaciones o que éstas se transformen en acciones de la empresa emisora, en base a lo estipulado en la escritura de la emisión.

La oferta pública de obligaciones en el período 2007-2017 presentó una tendencia creciente pasando de 85 millones en el 2007 a 681.7 millones de dólares en el 2012, llegando a tener una participación del 34% del total de la oferta pública. En cambio, desde el 2013 hasta el 2017 ha tenido un comportamiento errático, ya que ha fluctuado entre 227.8 y 441.5 millones de dólares. Cabe resaltar que la oferta pública de obligaciones alcanzó la mayor participación en el 2017 con el 55% del total ofertado.

### **Papel Comercial**

El papel comercial aparece en el mercado de valores ecuatoriano en el año 2004, son valores representativos de deuda a corto plazo con una vigencia entre 1 y 720 días, que el emisor crea. Este valor, otorga al inversionista el derecho de cobro de intereses y recuperación del capital o no puede estar contemplado el pago de intereses (cupón cero). El papel comercial es utilizado con frecuencia para financiar el capital de trabajo.

El papel comercial ha tenido un gran crecimiento y aceptación alcanzando en el año 2012 un monto de oferta pública de 950.8 millones de dólares, convirtiéndose en el valor más ofertado con una participación del 47%. Desde el 2013 se presentó una tendencia al decrecimiento hasta alcanzar un 24% del total ofertado en el 2017 ubicándose en segundo lugar después de las obligaciones.

### **Acciones**

Las acciones son valores negociables de renta variable que representan la propiedad sobre el capital social de las sociedades anónimas, sociedades en comandita por acciones y las sociedades de economía mixta. Confieren a sus propietarios la calidad de accionistas y, de acuerdo a las leyes ecuatorianas, deben ser nominativas y registradas en un libro de acciones y accionistas. Las acciones pueden ser de dos tipos: ordinarias y



preferentes (Codificación de Resoluciones de la Junta de la Política Monetaria y Financiera, 2017). Las acciones no devengan intereses, su rendimiento es variable y depende de la gestión que realice la empresa emisora.

El mecanismo de emisión de acciones fue mínimo en el período 2007-2017, representó en promedio el 2% del monto total de oferta pública, sin incluir la Oferta Pública de Adquisición-OPA del 98.57% de las acciones de Lafarge Ecuador por parte de la empresa peruana UNACEM en 2014. Esta situación refleja que se mantiene el comportamiento histórico de una mínima apertura al capital por parte de las sociedades mercantiles.

### **Notas Promisorias**

Las notas promisorias son títulos valores de renta fija y de largo plazo emitidos por los gobiernos autónomos descentralizados como los municipios para financiamiento de obras de infraestructura. En el mercado de valores ecuatoriano durante el periodo 2007-2017, las notas promisorias se negociaron en montos poco representativos, únicamente, en los años 2011 y 2012.

En conclusión, en el mercado de valores ecuatoriano, la oferta pública de valores de renta fija representó 95% en el período 2007-2017. En cambio, otros mercados más desarrollados la diferencia es menos representativa, por ejemplo, en la bolsa española el 75.4 % de nuevo financiamiento de las empresas correspondió a la renta fija y el 24.6% a la renta variable en el año 2017 (Bolsas y Mercados Españoles, 2017).

Tabla 19: Evolución de la oferta pública de valores en millones de dólares

Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Titularizaciones</b>	201	548	485	583	962.37	374.05	389.3	372.4	63.4	44	148.1
<b>Obligaciones</b>	85	269	296	292	324.95	681.74	436.85	363.15	437.4	227.8	441.55
<b>Papel Comercial</b>	2	40	359	706	464.1	950.8	337.7	278.5	250.4	350.5	189.6
<b>OPAS</b>								514.54			
<b>Acciones</b>	0	56	17	0	41.48	2.6	57.64	15.72	37.94	11.57	23.41
<b>Certificados de Aportación</b>							15	10			
<b>Notas Promisorias</b>					4.26	3.96					
<b>Total</b>	<b>288</b>	<b>913</b>	<b>1157</b>	<b>1581</b>	<b>1797.16</b>	<b>2013.15</b>	<b>1236.49</b>	<b>1554.31</b>	<b>789.14</b>	<b>633.87</b>	<b>802.66</b>

Fuente: Diseño propio basado en Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2017b) y Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, (2016)

Tabla 20: Porcentaje de participación de la evolución de la oferta pública de valores

Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	PROMEDIO
<b>Titularizaciones</b>	70%	60%	42%	37%	54%	19%	31%	24%	8%	7%	18%	34%
<b>Obligaciones</b>	30%	29%	26%	18%	18%	34%	35%	23%	55%	36%	55%	33%
<b>Papel Comercial</b>	1%	4%	31%	45%	26%	47%	27%	18%	32%	55%	24%	28%
<b>OPAS</b>	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	33%	0%	0%	0%	3%
<b>Acciones</b>	0%	6%	1%	0%	2%	0%	5%	1%	5%	2%	3%	2%
<b>Certificados de Aportación</b>	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
<b>Notas Promisorias</b>	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Diseño propio

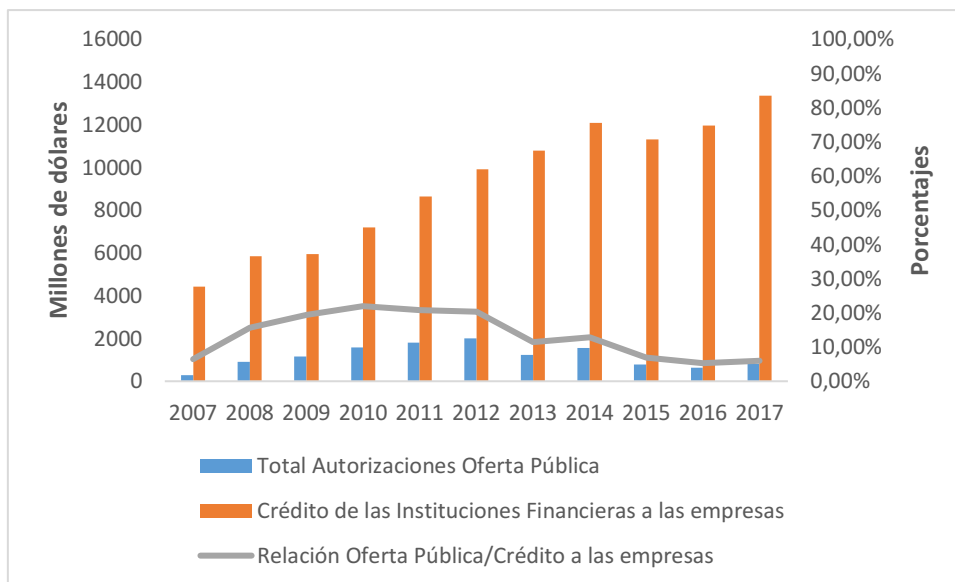
#### 4.7.1 Autorizaciones de Oferta Pública en relación al crédito bancario

El financiamiento a través del mercado de valores es otra alternativa que disponen las empresas ecuatorianas, para evaluar su comportamiento conviene relacionar los montos autorizados de oferta pública con los montos de los préstamos otorgados por el sistema bancario privado a las empresas, por ser este último el que canaliza la mayor parte de recursos financieros al sector empresarial. En la *tabla 21* y figura 10 se muestra que la relación Oferta Pública/ Crédito a las empresas en el período 2007-2017, presentó una tendencia a crecer desde el 6,51% en el 2007 hasta el 21,97% en el 2010, desde el 2011 hasta el 2016 esta relación disminuye hasta ubicarse en niveles similares de 2007.

*Tabla 21: Oferta pública en relación al crédito a las empresas*

<b>Año</b>	<b>Total, Autorizaciones Oferta Pública (millones de USD)</b>	<b>Crédito de las Instituciones Financieras a las empresas (millones de USD)</b>	<b>Relación Oferta Pública/Crédito a las empresas</b>
2007	288	4424	6,51%
2008	913	5846,4	15,62%
2009	1157	5959,8	19,41%
2010	1581	7196,6	21,97%
2011	1797,16	8636,4	20,81%
2012	2013,15	9924,2	20,29%
2013	1236,49	10797,4	11,45%
2014	1554,31	12100,9	12,84%
2015	789,14	11317,2	6,97%
2016	633,87	11974,6	5,29%
2017	802,66	13373,9	6,00%

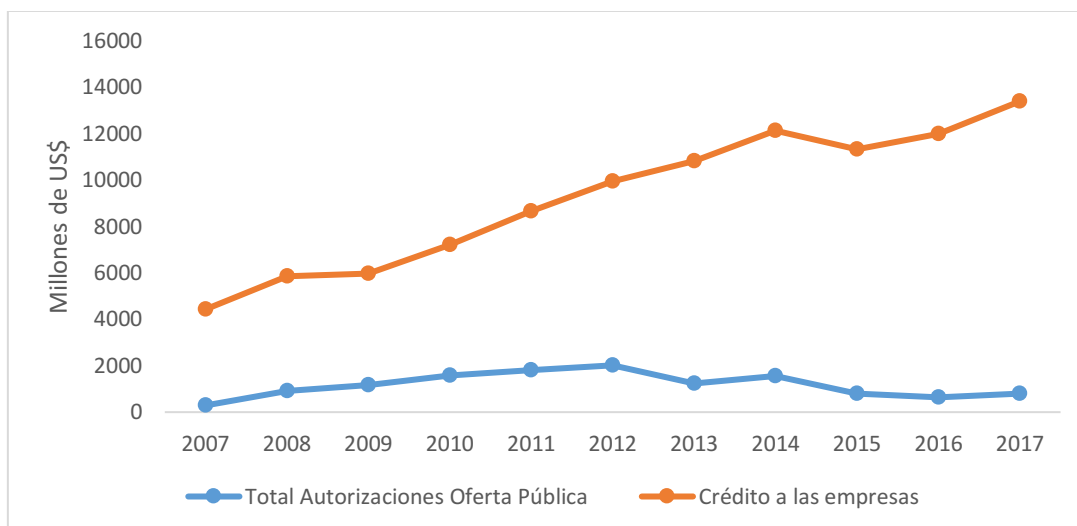
Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central del Ecuador (2011, 2015, 2018) y Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2014, 2016 y 2018).



**Figura 10: Relación Oferta Pública y Crédito a las Empresas**

Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central del Ecuador (2011, 2015, 2018) y Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2014, 2016 y 2018).

En la figura 11 se demuestra que existe una estrecha relación entre la oferta pública y el crédito otorgado a las empresas, ya que se presenta una tendencia similar en el tiempo tanto a crecer como a decrecer con excepción de los años 2013 y 2016 en que la oferta pública disminuye mientras que el crédito continúa creciendo.



**Figura 11: Evolución de la Oferta Pública y del Crédito a las Empresas**

Fuente: Elaboración propia con base en Banco Central del Ecuador (2011, 2015, 2018) y Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2014, 2016 y 2018).

#### 4.7.2 Número de emisores que han participado en procesos de oferta pública

El número de emisores que realizaron procesos de oferta pública mostró una tendencia a crecer del 2007 al 2012, en cambio del 2013 al 2016 se redujo de 122 a 65. En 2017, se incrementó de nuevo a 92 emisores que realizaron oferta pública como se muestra en la *tabla 22*. Durante el período 2007-2017 se observa un predominio de la emisión de obligaciones, titularizaciones y papel comercial que tuvieron una participación del 56%, 20% y 19%, respectivamente, de la oferta pública total.

Durante el período 2007-2017 casi la totalidad de emisores que realizaron oferta pública de valores provino del sector mercantil, una mínima cantidad del sector financiero, y prácticamente ninguna del sector público como se muestra en la figura 12. La disminución del número de emisores de los sectores financiero y público se debió, principalmente, a cambios en la normativa legal.

*Tabla 22: Evolución del número de emisores por tipo de emisión*

Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Obligaciones	19	46	37	47	61	83	67	61	52	27	63
Papel Comercial	1	6	8	17	12	23	29	26	23	32	20
Acciones	2	5	4	1	2	5	4	3	4	2	5
Certificados de Aportación	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0
Titularizaciones	10	26	28	32	34	20	21	13	6	4	4
Notas Promisorias	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0
OPAS	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
<b>Total</b>	<b>32</b>	<b>83</b>	<b>77</b>	<b>97</b>	<b>110</b>	<b>132</b>	<b>122</b>	<b>105</b>	<b>85</b>	<b>65</b>	<b>92</b>

Fuente: Elaboración propia con base en Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2014, 2016 y 2018)

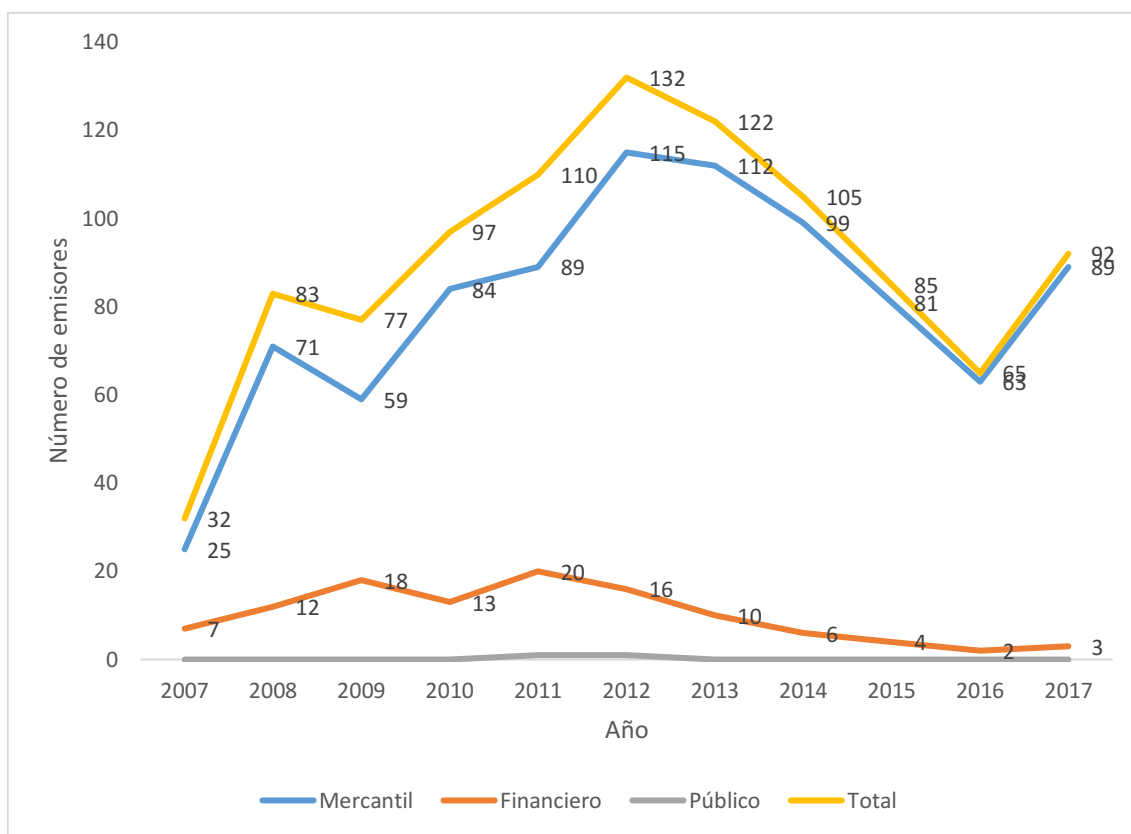


Figura 12: Número de emisores que han realizado oferta pública

Fuente: Elaboración propia en base (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2014, 2016 y 2018))

#### 4.8 Resumen de los aspectos relevantes

- El Mercado de valores es un segmento del mercado financiero que utiliza los mecanismos e infraestructura de las bolsas de valores, en donde se negocian títulos-valores de corto, mediano y largo plazo.
- En Ecuador el mercado de valores está regulado por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera y controlado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
- El origen y evolución del mercado de valores ecuatoriano ha estado condicionado a hechos económicos como el auge cacaotero, la crisis cacaotera, la gran depresión de 1929, la reducción de las exportaciones de banano, el boom petrolero y el consenso de Washington, entre otros.
- Se destaca una relación positiva entre el PIB y la capitalización bursátil en el periodo 2007-2017.

- Para las empresas que cotizan en la bolsa de valores de Ecuador se dificulta el acceso a otros mercados de capitales como el LATIBEX, debido a los requisitos que una pequeña cantidad de empresas estarían en condiciones de cumplirlos. Sin embargo, podrían ingresar al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), ya que sólo dependería de su voluntad de unirse.
- La relación monto negociado vs. PIB en el periodo 2000-2017 se ubicó en un rango entre 3,9% y 15,1%, estos valores son bajos si se los compara con otros países latinoamericanos como Colombia (104,1%), Chile (93%) y Brasil (35,9%).
- En el mercado de valores ecuatoriano el número de emisores creció de 155 en el 2007 a 465 en el 2014, posteriormente, ha decrecido hasta un nivel de 369 emisores en el 2017.
- La relación Mipymes emisoras vs. Total compañías emisoras durante el período 2011-2017 se ubicó en un rango entre 18% y 21%, mientras que la relación Mipymes vs. Total compañías activas a diciembre de 2017 representó el 96,9%.
- A diciembre de 2017, el 78,6% de las compañías emisoras se concentraron en los sectores comercial (38,9%), manufacturero (29,4%) y agrícola (10,3%), mientras que el 95,3% estaban ubicadas en las provincias de Guayas, Pichincha y Azuay.
- A diciembre de 2017, el 76,6% de emisores fueron las grandes compañías, el 22,7% pymes y el 0,8% microempresas.
- Durante el período 2007-2017, en promedio el 93,6% del total negociado correspondió a los títulos de renta fija, mientras que sólo el 6,4% fue renta variable. Asimismo, se observa un incremento de la participación del sector público en el mercado de valores al pasar del 28,9% en el 2007 al 63,2% en el 2017.
- En el periodo 2007-2017, del volumen negociado en promedio el 78,2% correspondió al mercado primario y el 21,8 % al mercado secundario.
- En lo que corresponde a la oferta pública durante el periodo 2007-2017, se observa un predominio de los títulos de renta fija con una participación del 95%. En este sentido, los títulos que más se emitieron fueron las titularizaciones, obligaciones y el papel comercial. El restante 5% correspondió a los títulos de renta variable como las acciones.

- Durante el periodo 2007-2017 la relación oferta pública vs. Crédito bancario creció desde el 6,51% en el 2007 hasta el 21,97% en el 2010, desde el 2011 la tendencia es a decrecer hasta alcanzar el 6% en el 2017 un nivel similar al obtenido en el 2007.



## CAPÍTULO 5: FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

Las pequeñas y medianas empresas-PYMES constituyen un sector clave en la economía de los países en desarrollo por su contribución en el Producto Interno Bruto (PIB), por la generación de empleo y porque contribuyen a la reducción de la pobreza. En este sentido, es importante conocer las características cuantitativas y cualitativas de las PYMES, específicamente, en relación al financiamiento para determinar su situación actual, y precisar las políticas que se podrían llevar a cabo para mejorar su competitividad.

En este capítulo se estudia la importancia económica y el financiamiento obtenido por las pymes tanto en los intermediarios financieros como en el mercado de valores durante el período 2007-2016 a través del Registro Especial de Valores no Inscritos (REVNI). Además, se revisaron las principales leyes y normas que promueven el financiamiento de las pymes, los regímenes especiales de financiamiento en el mercado de capitales ecuatoriano, y se realizó un análisis comparativo entre la oferta pública en el régimen general y el Registro Especial Bursátil.

Finalmente, se analizaron las emisiones de obligaciones negociables (ON) que realizaron las pymes bajo el nuevo régimen especial bursátil desde 2018 hasta julio de 2019, y se comparó el costo de financiamiento de la emisión de ON para una pyme y el costo de un crédito en una institución bancaria. Asimismo, se contrastó el costo de financiamiento de éstos dos instrumentos para el caso de una gran empresa, obteniéndose importantes conclusiones.

### 5.1 Categorización

Para definir a las pymes existen diferentes criterios en los países, por ejemplo, los ingresos por ventas anuales, el número empleados y el valor del activo. Asimismo, el artículo 106 del Reglamento a la Estructura e Institucionalidad de Desarrollo Productivo, de la Inversión y de los Mecanismos e Instrumentos de Fomento productivo, establecidos en el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones (2011) de Ecuador clasifica a las MIPYMES en tres categorías que se indican en la *tabla 23*. En el

caso de dificultad en la clasificación por categoría, el valor bruto de las ventas anuales prevalecerá sobre el número de trabajadores como lo estipula el artículo 53 del Código de la Producción, Comercio e Inversiones.

*Tabla 23: Clasificación de las empresas*

<b>Variables</b>	<b>Micro Empresa</b>	<b>Pequeña Empresa</b>	<b>Mediana Empresa</b>
Personas ocupadas	1-9	10-49	50-199
Valor bruto de las ventas anuales (\$USD)	≤300.000	>301.000-1.000.000	>1.000.001-5.000.000

**Fuente:** Diseño propio basado en el Reglamento a la Estructura e Institucionalidad de Desarrollo Productivo, de la Inversión y de los Mecanismos e Instrumentos de Fomento productivo, establecidos en el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones (2011)

En lo concerniente al mercado de valores, el artículo 6 de las Normas Aplicables al Registro Especial Bursátil (REB), reformado mediante Resolución No 512-2019-V con fecha 3 de abril de 2019, clasifica según su tamaño a los emisores que pueden ser parte del REB. La segmentación de las empresas como pequeñas o medianas (Pymes) tiene coherencia con el Reglamento de Estructura de Desarrollo Productivo e Inversión y de los Mecanismos e Instrumentos de Fomento Productivo reformado por el Decreto Ejecutivo No 218, publicado en el Suplemento del Registro Oficial Suplemento No. 135 de 7 de diciembre de 2017.

## **5.2 Importancia de las Pymes**

El aporte de las Mipymes en Latinoamérica es fundamental ya que representan más del 90% del total de empresas de la región, generan entre el 50% y el 75% de los empleos totales y alrededor del 50% del Producto Interno Bruto (Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, 2017).

De acuerdo a la Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (2017), se estima que en Argentina en el 2014 hubieron 600.000 PYMES con una participación del 44% del PIB y que su aporte a la generación de empleo representó el 51% del total. En Chile al 2014, las pymes representaron el 98,4% de las empresas existentes, el 14,59% del total de ingresos por ventas y concentraban el 45% de la mano de obra. En Ecuador, según cifras del Banco Central, el sector pymes contribuyó con el 25% al PIB no petrolero.

## Número de empresas

Según el Directorio de Empresas y Establecimientos (DIEE) del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), en el Ecuador hubo 899.208 empresas en 2018 como se observa en la *tabla 24*. De estas, 90,8% fueron microempresas, 8,7% Pymes y 0,5% grandes empresas.

*Tabla 24: Número de empresas por tamaño*

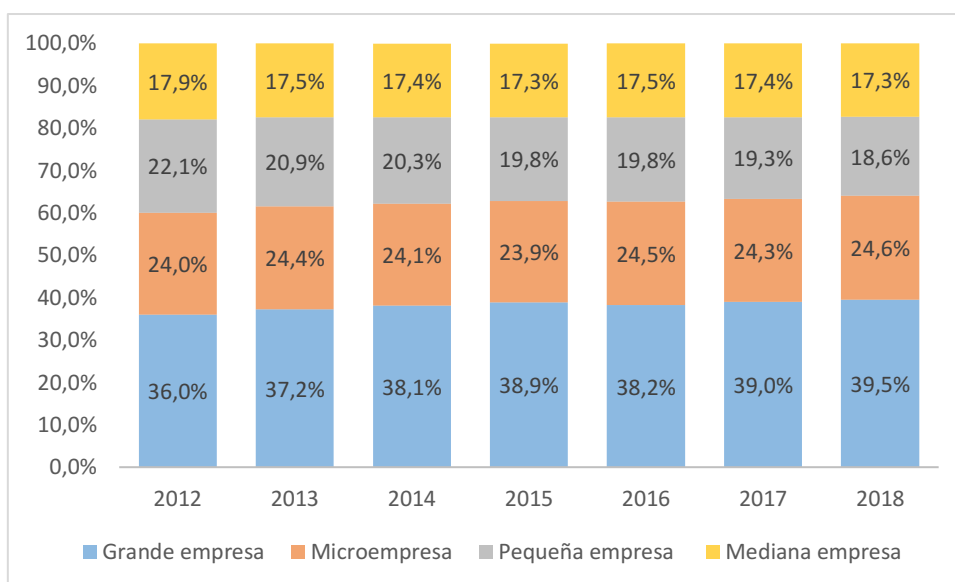
Tamaño de Empresa	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Microempresa	710.901	791.867	811.395	800.963	790.901	825.179	816.553
Pequeña empresa	63.583	66.657	69.387	68.390	64.909	64.964	64.117
Mediana empresa A	7.129	7.771	8.256	8.423	7.802	8.317	8.529
Mediana empresa B	4.812	5.294	5.698	5.444	5.169	5.503	5.749
Grande empresa	3.550	3.832	4.113	4.094	3.867	4.046	4.260
<b>Total</b>	<b>789.975</b>	<b>875.421</b>	<b>898.849</b>	<b>887.314</b>	<b>872.648</b>	<b>908.009</b>	<b>899.208</b>

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (2018)

Con respecto a la contribución por rama de actividad de las Mipymes, de acuerdo al Censo Económico Nacional de 2010, el 54% se dedica al comercio, el 36% corresponde a las unidades empresariales dedicadas al sector servicios, y con el 10% el sector de manufactura. La actividad comercial que prevalece se caracteriza porque incorpora poco o ningún valor agregado a los productos que intermedia. En este sentido, se hace necesaria la implementación de políticas públicas que incentiven nuevos emprendimientos, y permitan a las empresas existentes una reconversión industrial que mejore su productividad y competitividad.

## Generación de empleo

Con respecto a las empresas que registraron personal afiliado al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social en 2018, las microempresas cubren el 24,6% del personal afiliado, las Pymes el 35,9%, y las grandes empresas el 39,5% como se muestra en la figura 13. Asimismo, en el período 2012-2018 la proporción de personal empleado en las pymes disminuyó del 40% al 35,9%, mientras que en las empresas grandes se incrementó del 36% al 39,5%. Se verifica que las pymes a pesar de que representan una pequeña participación en el universo de empresas, sin embargo, absorben más de la tercera parte de los empleados afiliados a la seguridad social.

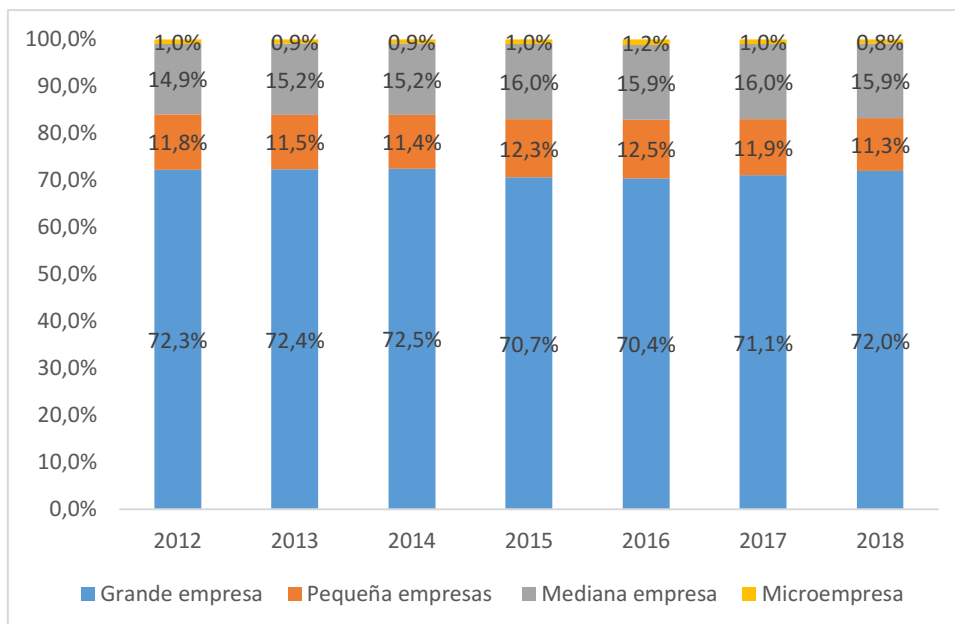


*Figura 13: Proporción de personal ocupado por tamaño de empresa*

Fuente: Elaboración propia con base en Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (2018)

### **Ingresos por Ventas**

Con respecto a las empresas que registraron ventas en el Servicio de Rentas Internas en 2018, a las grandes empresas les correspondió una participación del 72%, a las pymes el 27,2% y a las microempresas el restante 0,8% de las ventas declaradas totales que ascendieron a 169.057 millones de dólares. Se verifica la importancia de las pymes que representando sólo el 8,7% del total de empresas, sin embargo, cubren más de la cuarta parte del total de las ventas declaradas como se muestra en la figura 14. En conjunto a las mipymes les corresponde el 28% de los ingresos por ventas, por lo que se vuelve indispensable el apoyo a este sector por su contribución en la generación de empleo y al crecimiento económico del país.



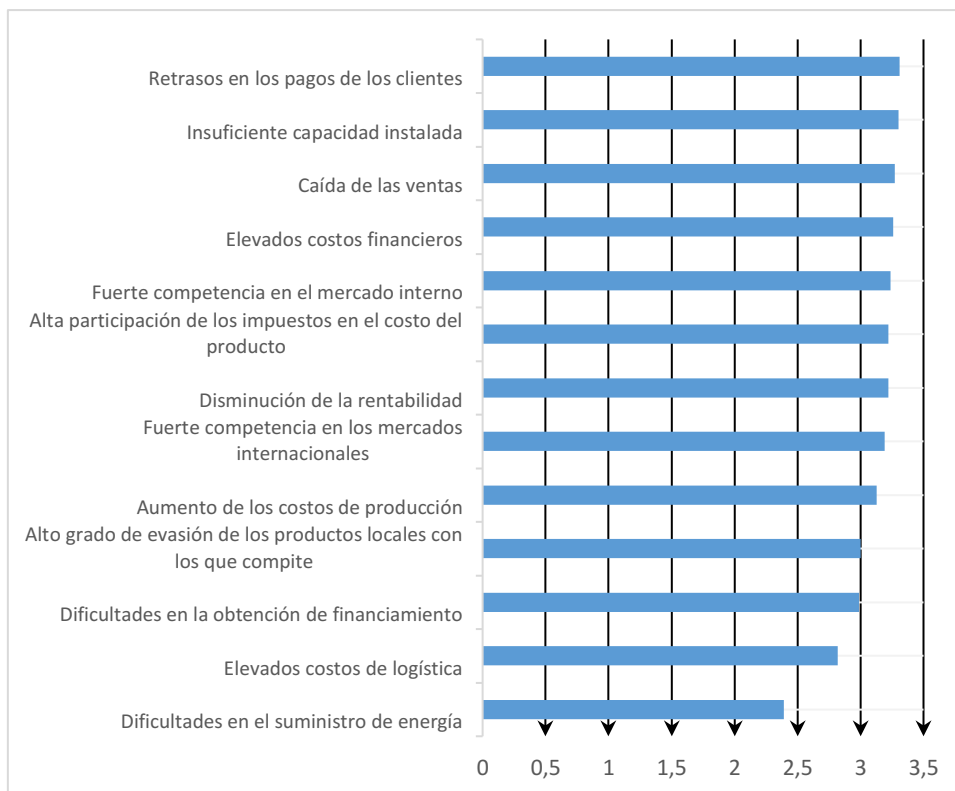
*Figura 14: Proporción de ventas totales por tamaño de empresa*

Fuente: Elaboración propia con base en Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (2018)

Las pymes al estar ubicadas en el medio de las micro y grandes empresas a veces tienen complicaciones para acceder a ciertos productos y servicios financieros adaptados a sus necesidades, a esta dificultad se le conoce como Missing Middle (Neira, 2016). Esta situación se debe a que las instituciones financieras dedicadas a las microfinanzas han desarrollado metodologías para el otorgamiento de créditos, mientras que la banca comercial tradicional atiende de preferencia a la gran empresa.

### **Grado de Relevancia de los problemas de las PYMES manufactureras de Pichincha**

En la investigación de campo realizada por el autor, se determinó que los principales problemas (en una escala de 1 a 5), que más afectan a las pymes manufactureras de la Provincia de Pichincha, se relacionan con los retrasos en los pagos de los clientes (3,31), insuficiente capacidad instalada (3,30), caída de las ventas (3,27) y elevados costos financieros (3,26). Mientras que los problemas menos relevantes para las pymes fueron los costos de logística (2,82) y el suministro de energía (2,39). Ver figura 15.



*Figura 15: Grado de importancia de los problemas de las PYMES Manufactureras*

Fuente: Investigación de campo

### **5.3 Oferta del crédito de los intermediarios financieros destinado a las pymes ecuatorianas**

Los gobiernos en la medida que buscan generar más fuentes de empleo y elevar la productividad, han vuelto su atención en la dificultad que tienen las pymes para financiar sus inversiones y expandir sus actividades (CAF; CIEPLAN, 2017). Este sector, debido a sus características particulares, tradicionalmente, ha tenido inconvenientes en la obtención de recursos financieros. La evidencia muestra que la problemática de las pymes es integral, en este sentido la falta de financiamiento es sólo uno de los factores que afectan su crecimiento (Neira, 2016).

#### **Crédito de los intermediarios financieros**

La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera mediante la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros que incluye la Resolución No. 043-2015-F, de 5 de marzo de 2015 que entró en vigencia el 3 de agosto de 2015 y

la Resolución No. 059-2015-F, de 16 de abril de 2015, expidió las normas que regulan la segmentación de la cartera de créditos del Sistema Financiero Nacional.

La nueva clasificación de la cartera de crédito se divide en tres segmentos: a) productivo, b) comercial ordinario y c) comercial prioritario. Al mismo tiempo cada segmento se compone de los sub segmentos corporativo, empresarial y Pymes como se muestra en la *tabla 25*.

*Tabla 25: Segmentación de la cartera de crédito empresarial*

Segmento de crédito	Subsegmentos	Destino
Productivo	Corporativo	<b>Productivo Corporativo.-</b> Crédito productivo otorgado a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 5.000.000
	Empresarial	<b>Productivo Empresarial.-</b> Crédito productivo otorgado a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 1.000.000 y menores o iguales a USD 5.000.000
	PYMES	<b>Productivo PYMES.-</b> Crédito productivo otorgado a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 100.000 y menores o iguales a USD 1.000.000
Comercial Ordinario	Corporativo	<b>Comercial Ordinario. -</b> Es otorgado a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o a personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 100.000, destinado a la adquisición o comercialización de vehículos livianos, incluyendo los que son para fines productivos o comerciales.
	Empresarial	
	PYMES	
Comercial Prioritario	Corporativo	<b>Comercial Prioritario Corporativo.-</b> Crédito comercial otorgado a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 5.000.000
	Empresarial	<b>Comercial Prioritario Empresarial.-</b> Crédito comercial otorgado a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 1.000.000 y menores o iguales a USD 5.000.000
	PYMES	<b>Comercial Prioritario PYMES.-</b> Crédito comercial otorgado a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 100.000 y menores o iguales a USD 1.000.000

Fuente: Banco Central del Ecuador (2017)

La banca pública sin tomar en cuenta al Banco del Instituto de Seguridad Social (BIESS) cumple un rol marginal, pero complementario en los diferentes segmentos de crédito. En crédito productivo, PYMES y microcrédito otorga una mayor cantidad a mediano y largo plazo para financiar proyectos de inversión, las tasas de interés son sensiblemente menores que la que cobran las instituciones financieras privadas, y la colocación por distribución geográfica es más equilibrada que la banca privada (Neira, 2016).

El sistema financiero privado y de la economía popular y solidaria en el período 2016-2017 otorgó sólo el 4,9% de créditos al segmento de las pymes, al segmento empresarial el 6,4%, y al sector corporativo en promedio el 41,3% del volumen total como se observa en la *tabla 26*. Durante este período, el 91,5% del crédito a las PYMES se orientó al segmento prioritario comercial, y solamente el 8,5 % al segmento productivo como se observa en la figura 16.

No se presenta información anterior al 2016 debido a que la Resolución 043-2015-F de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera que entró en vigencia el 3 de agosto de 2015 modificó la segmentación de la cartera de crédito de las entidades del sistema financiero nacional.

*Tabla 26: Operaciones activas del sector privado y de la economía popular solidaria (millones de USD)*

<b>Segmento/Año</b>	<b>2016</b>	<b>2017,0</b>	<b>2016 (%)</b>	<b>2017 (%)</b>	<b>Promedio</b>
Productivo corporativo	551,0	1073,9	2,4%	3,9%	3,2%
Productivo empresarial	108,9	205,6	0,5%	0,8%	0,6%
Productivo PYMES	82,5	128,9	0,4%	0,5%	0,4%
Comercial ordinario	1023,7	1354,3	4,5%	4,9%	4,7%
Comercial Prioritario Corporativo	9556,5	9474,9	41,6%	34,6%	38,1%
Comercial Prioritario empresarial	1321,6	1579,9	5,8%	5,8%	5,8%
Comercial Prioritario PYMES	1009,7	1244,0	4,4%	4,5%	4,5%
Consumo ordinario	291,7	478,8	1,3%	1,7%	1,5%
Consumo Prioritario	5442,7	7300,8	23,7%	26,7%	25,2%
Educativo	39,5	56,0	0,2%	0,2%	0,2%
Vivienda de interés público	96,9	152,1	0,4%	0,6%	0,5%
Inmobiliario	522,3	811,2	2,3%	3,0%	2,6%
Microcrédito	2931,7	3525,1	12,8%	12,9%	12,8%
<b>Total</b>	<b>22978,6</b>	<b>27385,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Banco Central del Ecuador (2017)



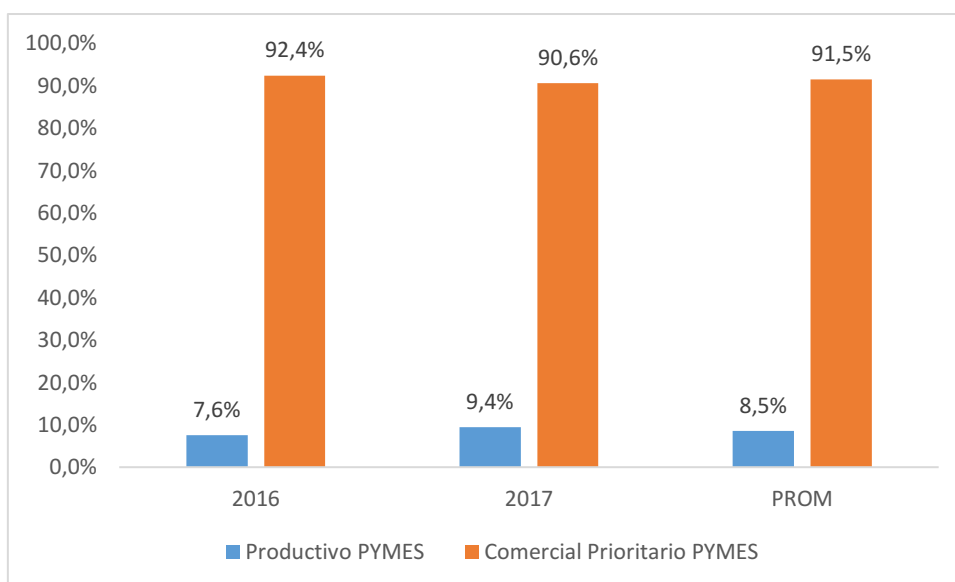


Figura 16: Distribución del crédito a las PYMES

Fuente: Banco Central del Ecuador (2017)

El sistema financiero privado en el período 2015-2017 se financió en mayor medida a corto plazo, ya que en promedio el 88.5% de su fondeo fue a plazos menores a 360 días, mientras que sólo el 11.5 % de su financiamiento fue a plazos mayores a 1 año como se observa en la figura 17.

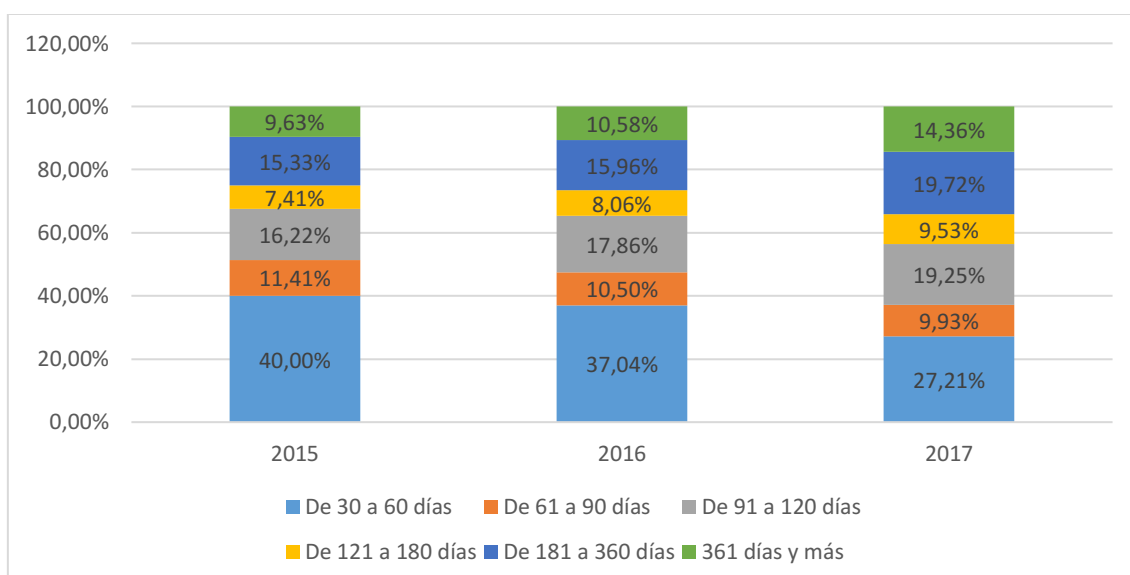


Figura 17: Distribución de las operaciones pasivas en el sistema financiero privado ecuatoriano

Fuente: Elaboración propia con base en Banco Central del Ecuador (2017)

En relación al crédito del sistema financiero privado, en los años 2016 y 2017 se otorgó a un plazo promedio de 58.3 meses. Con respecto al crédito productivo corporativo se observa un mayor plazo promedio que el crédito productivo PYMES. En cambio, en el crédito comercial se observa un comportamiento diferente, ya que el crédito comercial PYMES fue otorgado a mayores plazos que el crédito comercial corporativo. Ver tabla 27

*Tabla 27: Plazo promedio del crédito (meses): Sistema financiero privado y de la economía popular y solidaria*

<b>Año</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Promedio</b>
Productivo Corporativo	56,3	64,9	60,6
Productivo Empresarial	54,3	62,2	58,2
<b>Productivo PYMES</b>	<b>53,3</b>	<b>52,8</b>	<b>53,0</b>
Comercial Ordinario	2,9	3,5	3,2
Comercial Prioritario Corporativo	14,2	15,9	15,1
Comercial Prioritario Empresarial	17,1	20,7	18,9
<b>Comercial Prioritario PYMES</b>	<b>19,8</b>	<b>24,4</b>	<b>22,1</b>
Consumo Ordinario	49,3	53,0	51,2
Consumo Prioritario	27,5	33,0	30,3
Educativo	109,6	98,8	104,2
Vivienda de Interés Público	238,9	242,4	240,7
Inmobiliario	134,9	137,3	136,1
Microcrédito Minorista	10,5	9,8	10,1
Microcrédito Acumulación Simple	25,3	25,8	25,5
Microcrédito Acumulación Ampliada	44,0	47,0	45,5
<b>Plazo Promedio</b>	<b>57,2</b>	<b>59,4</b>	<b>58,3</b>

Fuente: Elaboración propia con base en Banco Central del Ecuador (2017)

### **Tasa de interés de las instituciones de intermediación financiera**

En Ecuador las tasas máximas de interés para las operaciones activas y pasivas del sistema financiero son fijadas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera de acuerdo a los artículos 130 y 14 numeral 23 del Código Orgánico Monetario y Financiero. La tasa de interés máxima está asignada al sector pymes, mientras que la menor tasa máxima corresponde al sector productivo corporativo como se observa en la *tabla 28*.

Con respecto a las tasas activas efectivas anuales del sistema financiero privado y de la economía popular y solidaria en el período 2016-2017, las más altas

correspondieron a consumo y microcrédito, mientras que las más bajas a los créditos productivo corporativo y comercial corporativo como se muestra en la tabla 28.

*Tabla 28: Tasa activa efectiva promedio anual del sistema financiero privado y de la economía popular y solidaria*

<b>Año</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Tasa de interés máxima</b>
<b>Productivo Corporativo</b>	<b>8,98%</b>	<b>7,88%</b>	<b>9,33%</b>
Productivo Empresarial	9,94%	9,45%	10,21%
<b>Productivo PYMES</b>	<b>11,30%</b>	<b>11,06%</b>	<b>11,83</b>
Comercial Ordinario	9,44%	8,33%	11,83%
Comercial Prioritario Corporativo	8,58%	7,84%	9,33%
Comercial Prioritario Empresarial	9,97%	9,75%	10,21%
<b>Comercial Prioritario PYMES</b>	<b>11,26%</b>	<b>10,69%</b>	<b>11,83%</b>
Consumo Ordinario	16,77%	16,75%	17,30%
Consumo Prioritario	16,66%	16,56%	17,30%
Educativo	9,07%	9,48%	9,50%
Vivienda de Interés Público	4,98%	4,98%	4,99%
Inmobiliario	10,89%	10,56%	11,33%
Microcrédito Minorista	26,91%	27,67%	30,50%
Microcrédito Acumulación Simple	24,98%	24,88%	27,50%
Microcrédito Acumulación Ampliada	21,71	21,33%	25,50%

Fuente: Elaboración propia con base en Banco Central del Ecuador (2017)

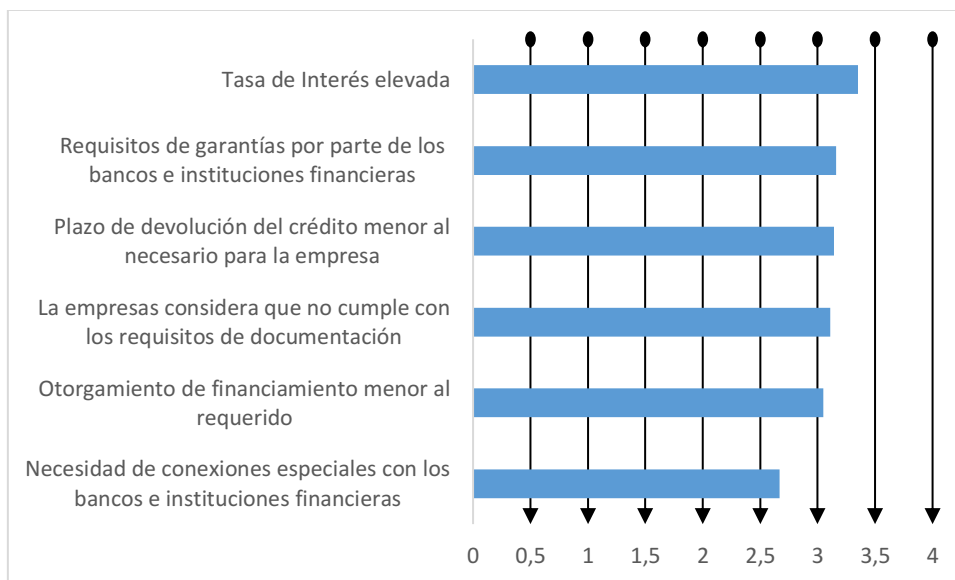
No existe un plan o estrategia integral específica de inclusión financiera de las PYMES con objetivos y metas claras, marcos temporales y planes de acción. Sin embargo, el Plan Nacional de Desarrollo Toda una Vida 2017-2021, plantea una nueva arquitectura productiva que favorezca el acceso al crédito. Asimismo, se plantea como política promover la inclusión económica y social.

#### **5.4 Restricciones financieras que presentan las pymes ecuatorianas**

Con base en la investigación de campo realizada los obstáculos financieros más relevantes que se les presenta a las pymes en el momento que se acercan a una institución de intermediación financiera a solicitar un crédito a largo plazo son los siguientes: Tasas de interés elevadas y requerimientos de diversos tipos de garantías o avales que se exige a las empresas. Como problemas de relevancia media constituyen el plazo de devolución del crédito (menor al que se requiere) y los requisitos solicitados

para el otorgamiento de un crédito (iguales o mayores que los solicitados a las empresas grandes). Ver figura 18

Otros obstáculos que limitan el financiamiento de las pymes, constituyen el otorgamiento de financiamiento menor al requerido y la necesidad de conexiones especiales en las instituciones de intermediación financiera. Además, la falta de productos financieros adaptados a las necesidades de las PYMES, y de metodologías apropiadas para analizar la concesión de créditos.



*Figura 18: Principales restricciones financieras*

Fuente: Investigación de campo

En la presente investigación, se evidencia que las pequeñas empresas presentan mayores restricciones financieras (una calificación de 3,23 en una escala de 1 a 5) que las medianas empresas (que tienen una valoración de 3,07). Esto significa que las pequeñas empresas tienen mayores dificultades que las empresas medianas en el momento que se acercan a una institución de intermediación financiera a solicitar un crédito. Ver figura 19. El resultado obtenido es compatible con otros estudios empíricos como los de Beck, Demirgüç y Maksimovic (2005), donde mencionan que las empresas más pequeñas y más jóvenes se enfrentan a mayores restricciones financieras.

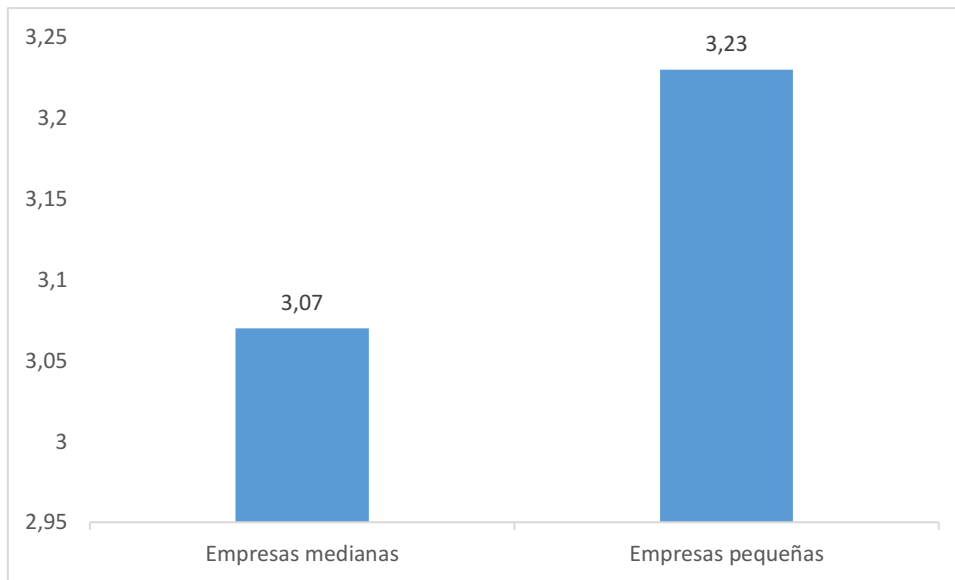


Figura 19: Restricciones financieras por tamaño

Fuente: Investigación de campo

### 5.5 Leyes de promoción de financiamiento para PYMES en Ecuador

En Ecuador, rigen diferentes leyes y resoluciones que tienen como objetivo impulsar el financiamiento de las pymes tanto en el mercado de intermediarios financieros como en el mercado de valores. En este sentido, el marco legal vigente se presenta en la figura 20.

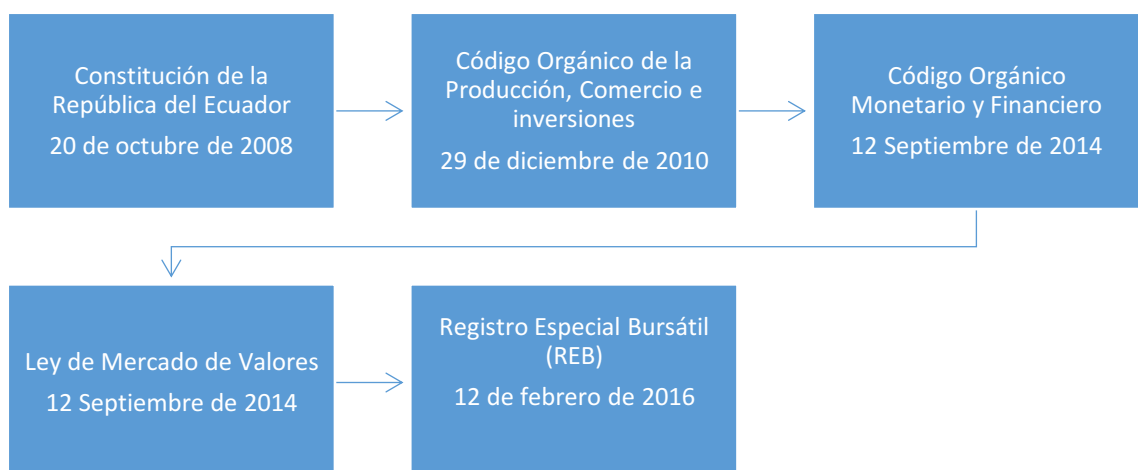


Figura 20: Leyes de promoción del financiamiento para las PYMES

### **5.5.1 Constitución de la República del Ecuador de 2008**

Año de inicio: 2008

Última modificación: 2018

Estado: Vigente

La Constitución de la República del Ecuador (2008) en el artículo 283 establece que el sistema económico es social y solidario; propende a una relación equilibrada entre sociedad, estado y mercado, y prescribe que el sistema económico se integra por las formas de organización económica pública, privada, mixta, popular y solidaria, y las demás que la constitución determine. Asimismo, el artículo 284 de la Constitución de la República dispone que la política económica tendrá los siguientes objetivos: 1) Asegurar una adecuada distribución del ingreso y de la riqueza nacional, 2) incentivar la producción nacional, la productividad y competitividad, 3) promocionar la incorporación de valor agregado con máxima eficiencia, respetando a la vida y a las culturas, entre otros.

El artículo 308 de la Carta Suprema ordena que las actividades financieras son un servicio de orden público y podrán ejercerse previa autorización del Estado, de acuerdo con la ley. En este sentido, el artículo 309 de la Constitución dispone que el sistema financiero nacional se compone de los sectores público, privado y del popular y solidario que intermedian recursos del público y dispone que cada uno de estos sectores contará con normas y entidades de control específicas, que se encargarán de preservar su seguridad, estabilidad, transparencia y solidez.

En conclusión, con respecto a las PYMES, la Constitución dispone que es función primordial del estado incentivar la producción nacional, la productividad, la incorporación de valor agregado y la competitividad del sector privado. Asimismo, el sistema financiero nacional que incluye a las instituciones de intermediación financiera, al mercado de valores y los seguros deben contar con normas y entidades de control específicas.

### **5.5.2 Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, COPCI (2010)**

Año de inicio: 2010

Última modificación: 2017

Estado: Vigente

El Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones (2010) tiene por objeto regular la actividad productiva que realizan las personas naturales y jurídicas y demás formas asociativas. Esta normativa busca también incrementar el valor agregado, la productividad y promover la transformación de la matriz productiva. Con respecto a las MIPYMES se quiere democratizar el acceso a los factores de producción, con especial énfasis en las MIPYMES. El Consejo Sectorial de la Producción coordinará con las instituciones del sector público y privado, vinculadas con el financiamiento empresarial, las acciones para facilitar el acceso al crédito de las MIPYMES.

A la autoridad reguladora financiera se le dispuso establecer un régimen especial de garantías para el financiamiento privado y público de las MIPYMES, y para el desarrollo de iniciativas de capital de riesgo. La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera debía elaborar una normativa especial para el acceso individual y asociativo de las MIPYMES, al financiamiento a través del mercado de valores. Finalmente, a los inversionistas instituciones del sector público se les dispuso desarrollar una normativa especial que les facilite la compra de valores emitidos por las MIPYMES.

### **5.5.3 Código Orgánico Monetario y Financiero (2014)**

Año de inicio: 2014

Última modificación: 2017

Estado: Vigente

El Código Orgánico Monetario y Financiero (2014) tiene por objeto regular los sistemas monetario y financiero (Libro I), así como al mercado de valores (Libro II) y al sector seguros (Libro III). Los principales objetivos de este código con respecto a las pymes son los siguientes: a) potenciar la generación de trabajo, la producción de

riqueza, su distribución y redistribución, b) profundizar el proceso de constitución de un sistema económico social y solidario y c) la inclusión y la equidad. Es responsabilidad del estado facilitar el acceso a las actividades financieras, fomentando su democratización mediante la formulación de políticas y regulaciones.

#### **5.5.4 Ley de Mercado de Valores (2014)**

Año de inicio: 2006

Última modificación: 2017

Estado: Vigente

La nueva Ley de Mercado de Valores expedida el 12 de septiembre de 2014 tiene como objetivo promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de títulos-valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua.

A La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se le asigna, principalmente, las siguientes atribuciones: 1) Establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento, 2) Impulsar el desarrollo del mercado de valores, mediante el establecimiento de políticas y mecanismos de fomento y capacitación sobre el mismo. Al mismo tiempo, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en el mercado de valores ejercerá las funciones de vigilancia, auditoría, intervención y control con el propósito de que las actividades de este mercado se realicen de acuerdo al ordenamiento jurídico.

Con el propósito de desarrollar el mercado de valores y de ampliar el número de emisores y valores que se negocian, se creó dentro del mercado bursátil el Registro Especial Bursátil REB como un segmento en el cual se negociarán únicamente valores de las Pymes y de las organizaciones de la economía popular y solidaria. Los valores emitidos por las pymes deben observar una regulación diferenciada establecida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera y con la autorización de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

El mercado bursátil está conformado por negociaciones de valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, en las bolsas de valores y en el Registro



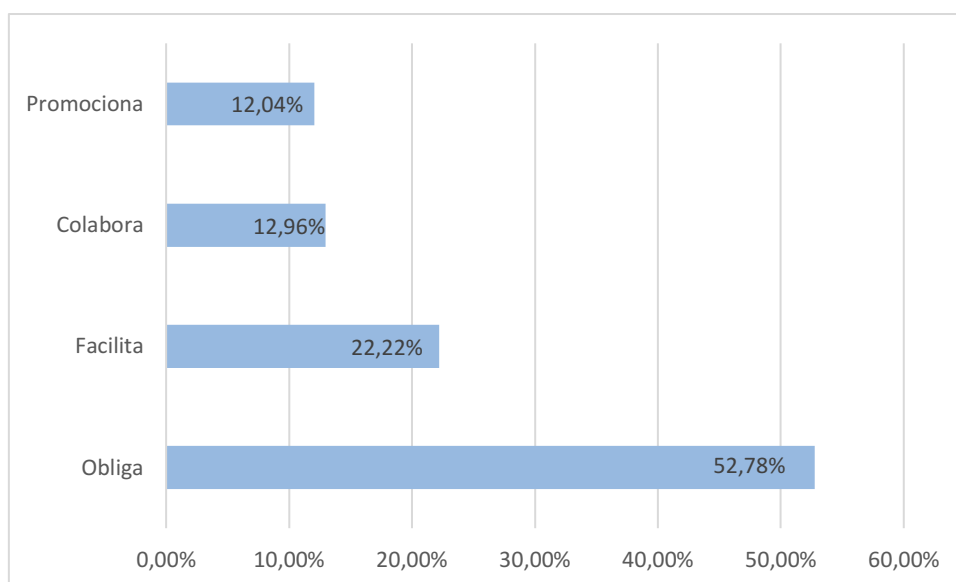
Especial Bursátil (REB), realizadas por intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la Ley de Mercado de Valores.

Para la oferta de valores inscritos en el Registro Especial Bursátil REB administrado por las Bolsas de Valores, los requisitos serán aquellos que determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. No procederá una oferta pública de adquisición OPA de manera obligatoria en el caso de las acciones u obligaciones convertibles registradas en el Registro Especial Bursátil REB.

Los valores inscritos en el REB no podrán ser negociados en otros segmentos bursátiles, excepto aquellos que la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera autorice, en atención a requerimientos de política económica pública o de política pública del mercado de valores.

En la nueva ley de mercado de valores vigente desde 2014 se establecieron ciertos beneficios tributarios para las pymes a ser aplicados durante cinco ejercicios fiscales anuales. Dichos beneficios fueron, principalmente, los siguientes: a) ganancias de capital de inversiones realizadas en títulos de renta variable, b) aumentos de capital, c) negociación de facturas comerciales negociables y d) deducciones adicionales de costos y gastos incurridos por la emisión de deuda y/o en procesos de titularización de activos provenientes del Registro Especial Bursátil.

De acuerdo a la figura 21, se observa que el rol preponderante que se le da al estado en la nueva Ley de Mercado de Valores consiste, principalmente, en obligar (52.78%) ya que se caracteriza por obligar, controlar, regular e inspeccionar; y porque establece incentivos legales y fiscales, para que el nuevo marco legal sea un elemento que coadyuve a incrementar la credibilidad en el funcionamiento del mercado de valores. Sin embargo, de acuerdo al análisis realizado, los roles del estado como promotor (12.04%) y colaborador (12.96%) son bajos.



*Figura 21: Roles del Estado en el Mercado de Valores*

Elaboración propia con base en la Ley de Mercado de Valores

## **5.6 Regímenes especiales de financiamiento en el mercado de valores ecuatoriano**

En el Ecuador se han implementado dos iniciativas para promover el acceso de las PYMES al mercado de valores que consisten en la simplificación de requisitos para la colocación y negociación de valores y menores costos de inscripción y negociación de los valores. El Registro Especial de Valores no Inscritos-REVNI estuvo vigente desde 1998 hasta el 2014, con la nueva Ley de Mercado de Valores se creó el Registro Especial Bursátil-REB.

### **5.6.1 El Registro Especial de Valores No Inscritos-REVNI**

El artículo 34 de la segunda Ley de Mercado de Valores publicada en el Registro Oficial No. 367, de 23 de julio de 1998, estipulaba que las bolsas de valores quedaban facultadas para implementar mecanismos de negociación para valores no inscritos en la bolsa y/o en el Registro de Mercado de Valores, previa autorización de la Superintendencia de Compañías. Las acciones de sociedades no inscritas en el Registro

Especial de Valores No Inscritos- REVNI podían ser negociadas de manera ocasional o periódica, según lo determine el reglamento de la bolsa respectiva.

El Reglamento para la Negociación de Valores de Renta Fija No Inscritos en Bolsa y/o en el Registro de Mercado de Valores (2003) más conocido como Registro Especial de Valores no Inscritos-REVNI se creó mediante Resolución No. 5 de la Superintendencia de Compañías publicada en el Registro Oficial No. 220, de 27 de noviembre de 2003 con el objetivo de atraer a las pequeñas, medianas y grandes empresas que buscaban opciones de financiamiento diferentes a las tradicionales. Posteriormente, el Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI) fue incorporado en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores publicada en el Registro Oficial No.215, del 22 de febrero del 2006.

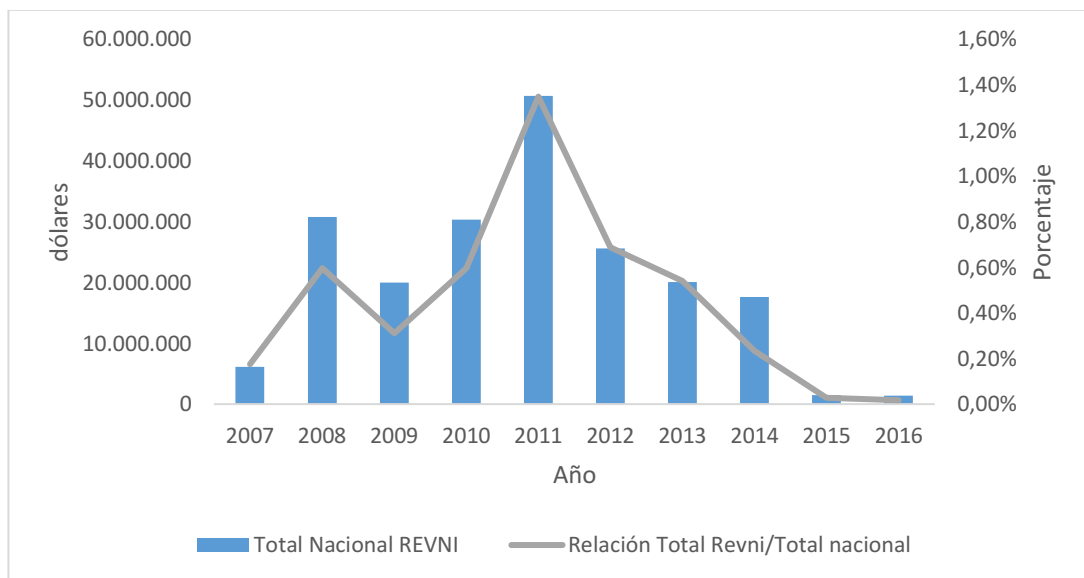
El REVNI era considerado como un mercado de aclimatación para las empresas que deseaban probar el mercado de valores como también se permitía la negociación de ciertos valores, principalmente, del sector público, que no estaban inscritos en el Registro de Mercado de Valores a solicitud de su tenedor. Asimismo, el REVNI permitió el acercamiento de las PYMES al Mercado de Valores, permitiéndoles el acceso a una nueva fuente de financiamiento. La anotación en el REVNI otorgó a las PYMES la opción de emitir hasta el 80% de sus activos libres de gravamen.

El REVNI ofrecía ciertas ventajas a las empresas participantes, por ejemplo, no se requería el pago por inscripción y mantenimiento anual a la Bolsa de Valores, tampoco se exigía la calificación de riesgo de la empresa emisora, incurriéndose de esta manera en menores costos. Asimismo, el REVNI facilitó a las empresas el acceso a financiamiento en mayores montos y en mejores condiciones que las ofrecidas por la banca tradicional. Otra ventaja consistió en que el REVNI permitió a las empresas participantes mejorar su sistema de gobierno corporativo, ya que para participar en el mercado de valores era necesario que se transparente la información legal y contable que respalde una emisión.

En el período 2007-2016, la cantidad de emisores que han utilizado el REVNI ha sido muy volátil, en los años 2011 y 2012 existió una mayor presencia con 32 y 26 emisores respectivamente (ver *figura 22* y *tabla 29*). En estos años tanto entidades públicas como empresas privadas realizaron este tipo de anotaciones. Durante este período el

Ministerio de Finanzas emitió bonos, mientras que las empresas del sector mercantil colocaron en su mayoría pagarés y en menor proporción acciones, obligaciones y letras de cambio.

En el segmento REVNI, en el período 2007-2016 los montos negociados fluctuaron entre \$6.118.000 dólares y \$50.810.000, con un plazo que oscilaba entre 26 y 1827 días, representando en promedio el 0,39% del total negociado en bolsa. En consecuencia, se verifica una pequeña participación del REVNI, la mayor participación del 1,35% del total negociado se presentó en 2011. Asimismo, durante este período la tasa de interés pagada osciló entre el 8% y 12% en los pagarés-revni emitidos. Cabe destacar que el REVNI estuvo vigente hasta el 2014, ya que con la vigencia de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil se creó el Registro Especial Bursátil (REB).



*Figura 22: Montos negociados REVNI*

**Fuente:** Diseño propio basado en Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2007, 2008, 2009, 2012, 2013, 2014, 2015) y Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2017a)

Tabla 29: Montos negociados REVNI

Año	Número de emisores	Mercado Primario	Mercado Secundario	Total Nacional REVNI	Volumen total negociado nacional	Relación Total Revni/Total nacional
2007	5	1.943.000	4.175.000	6.118.000	3.509.972.000	0,17%
2008	10	30.468.250	258.212	30.726.462	5.164.581.000	0,59%
2009	8	18.135.031	1.839.316	19.974.347	6.426.777.000	0,31%
2010	21	29.618.000	698.000	30.316.000	5.093.404.000	0,60%
2011	32	47.137.000	3.573.000	50.710.000	3.761.025.000	1,35%
2012	26	22.241.892	3.311.675	25.553.567	3.723.161.000	0,69%
2013	21	17.727.000	2.380.000	20.107.000	3.722.267.000	0,54%
2014	22	11.198.000	6.418.000	17.616.000	7.544.138.000	0,23%
2015	14	109.000	1.341.000	1.450.000	5.046.782.000	0,03%
2016	2	0	1.410.000	1.410.000	8.336.469.000	0,02%
<b>Total</b>		<b>176.636.116</b>	<b>21.235.428</b>	<b>197.871.544</b>	<b>52.328.576.000</b>	<b>0,39%</b>

Fuente: Diseño propio basado en Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2007, 2008, 2009, 2012, 2013, 2014, 2015) y Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y (2017a).

### 5.6.2 El Registro Especial Bursátil-REB

Las Normas Aplicables al Registro Especial Bursátil-REB (2016) se aprobaron mediante Resolución No. 210-2016-V, con fecha 12 de febrero de 2016, de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. El REB es un segmento del mercado bursátil creado exclusivamente para la negociación de valores emitidos por las PYMES y las organizaciones de la economía popular y solidaria que cumplan ciertos requisitos.

Las normas que regulan el REB tienen como objeto fijar los requisitos de inscripción de los emisores y valores, los procesos de oferta pública y la negociación de valores, y el desarrollo de las actividades de los participantes en este segmento del mercado bursátil. Para efectos del REB, se entiende por Pymes a las empresas que registran ventas anuales desde US\$ 300.000 hasta US\$ 5.000.000.

Los emisores y valores inscritos en el REB están exentos del pago de derechos y tarifas de inscripción y de mantenimiento tanto en las bolsas de valores del país como en el Catastro Público del Mercado de Valores. Asimismo, el directorio de la bolsa de valores fijará las comisiones de bolsa para la negociación de los valores que se negocien en el REB, que no podrán superar el 50% de las comisiones establecidas para otro segmento del mercado bursátil.

La calificación de riesgos es voluntaria para los valores objeto de oferta pública que se negocien en el Registro Especial Bursátil. El emisor que optó por contratar la calificación de riesgos, deberá mantenerla actualizada durante la vigencia de la emisión. Los valores que se negocian en el REB, únicamente, podrán ser adquiridos por inversionistas institucionales e inversionistas calificados<sup>5</sup>. En este sentido, las casas de valores tienen la obligación de determinar el perfil de riesgo de los inversionistas calificados.

Las Pymes pueden realizar oferta pública primaria de acciones, de obligaciones de largo plazo, de obligaciones convertibles en acciones y de papel comercial de acuerdo a las normas que regulan el REB. Los valores de inscripción genérica son las letras de cambio, los pagarés, las facturas comerciales negociables, entre otros, que emiten las PYMES dentro del giro del negocio para efecto de las normas que regulan el REB. Los emisores y valores genéricos deben estar inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores.

Las facturas comerciales negociables no requieren calificación de riesgos obligatoria. Los emisores de facturas comerciales no tienen obligación de contratar auditoría externa, a menos que en cumplimiento de otras normas deban hacerlo. El valor de la factura comercial corresponderá al valor total menos las retenciones de impuestos efectuadas y menos el pago de la cuota inicial efectuada por el comprador de ser el caso. El plazo de pago de la factura comercial no podrá exceder los 360 días a partir de la fecha de emisión.

---

<sup>5</sup> Son aquellos inversionistas que cuentan con la experiencia y conocimientos acerca del mercado de valores. En este sentido, la casa de valores determinará el perfil de riesgo de los clientes para calificarlos como inversionistas calificados (Normas Aplicables al Registro Especial Bursátil-REB, 2016)

### 5.6.3 Proceso de emisión de Obligaciones Negociables en el Registro Especial Bursátil-REB

El proceso de emisión de Obligaciones Negociables el REB, se inicia cuando la Junta General de Accionistas o de Socios aprueba la emisión, posteriormente, se debe contratar a una Casa de Valores para que estructure la emisión, obtenga los permisos legales, elabore la Circular de Oferta Pública y realice la colocación en el mercado. **Ver figura 23**

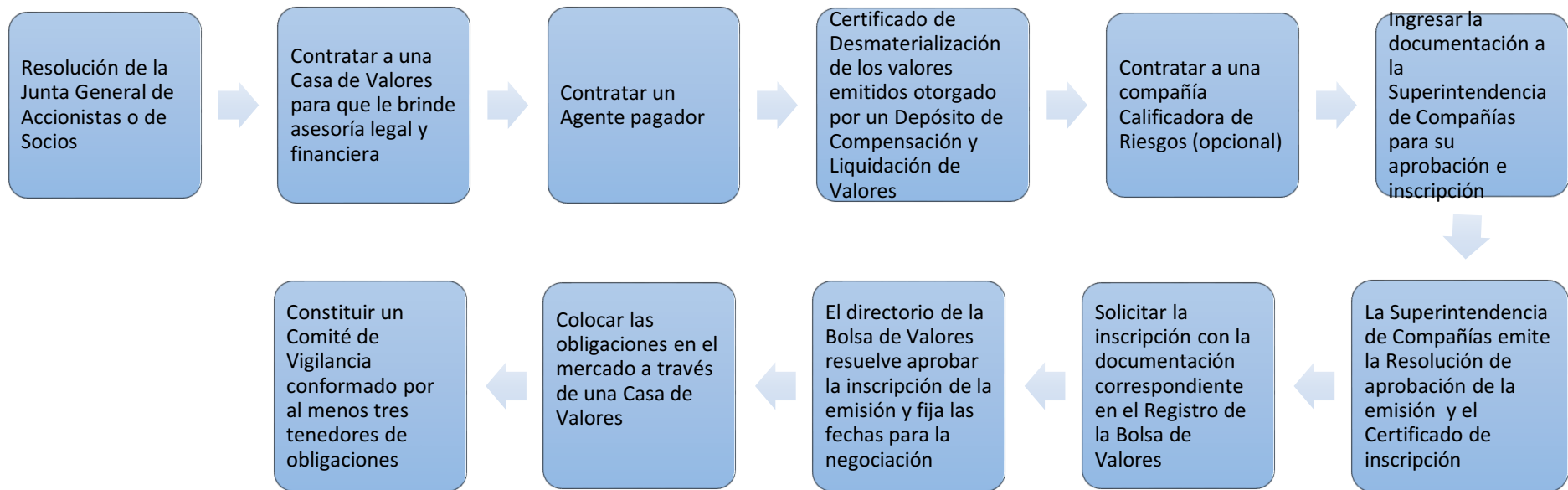


Figura 23: Proceso de emisión de Obligaciones de largo plazo en el REB

Fuente: Elaboración propia

#### 5.6.4 Análisis comparativo entre la Oferta Pública Normal y el Registro Especial Bursátil-REB

Para que las pymes y las organizaciones de la economía popular y solidaria emitan y negocien valores, se requiere de un régimen normativo menos riguroso que el establecido para el segmento general del mercado bursátil. En este sentido, en la *tabla 30* se exponen las principales diferencias y semejanzas entre estas dos modalidades.

El Registro Especial Bursátil (REB) se diferencia, principalmente, del régimen general en que la calificación de riesgo de los valores es opcional y sólo pueden ser adquiridos por inversionistas calificados. En el caso de las pymes, los estados financieros deben contar con auditoría externa sólo si existe obligatoriedad para hacerlo. Las pymes también están exentas del pago al Catastro Público del Mercado de Valores por inscripción y mantenimiento, mientras que las comisiones que deben pagar a la Bolsa de Valores deben ser máximo del 50% del establecido al régimen general.

*Tabla 30: Comparación entre la Oferta Pública Normal y Registro Especial Bursátil*

<b>Oferta Pública Normal de Valores</b>	<b>Registro Especial Bursátil de Valores-REB</b>
Los valores que se negocian en este segmento pueden ser adquiridos por cualquier inversionista	Los valores que se negocian en el REB sólo pueden ser adquiridos por inversionistas institucionales o inversionistas calificados
Inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores de los emisores y valores	Inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores y en el Registro Especial Bursátil-REB de valores y emisores
El Catastro Público del Mercado de Valores es administrado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.	El Registro Especial Bursátil-REB es administrado por las Bolsas de Valores
El prospecto de oferta pública debe ser aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.	La Circular de Oferta Pública también debe ser aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
Calificación de riesgo es obligatoria para aquellos valores representativos de deuda o de procesos de titularización.	Calificación de riesgo optativa para aquellos valores representativos de deuda o de procesos de titularización



Se requiere suscribir el Convenio de Representación de los Obligacionistas	Se requiere de un Comité de Vigilancia conformado por al menos tres tenedores de las obligaciones emitidas
Estados financieros auditados de los últimos tres años con las notas aclaratorias	Estados financieros auditados de los últimos dos años, en caso de existir la obligación de contar con auditoría externa
Los emisores y valores inscritos deben pagar derechos de inscripción y de mantenimiento tanto en el Catastro Público del Mercado de Valores como en las bolsas de valores del país.	Los emisores y valores inscritos están exentos del pago de derechos de inscripción y de mantenimiento tanto en el Catastro Público del Mercado de Valores como en las bolsas de valores del país.
El directorio de la bolsa de valores fijará las comisiones de bolsa para las negociaciones de valores que se negocien	El directorio de la bolsa de valores fijará las comisiones de bolsa para las negociaciones de valores que se negocien en el REB, que no podrán superar el 50% del establecido para régimen general.

---

Fuente: Elaboración propia

### **5.7 Análisis de las emisiones de Obligaciones Negociables realizadas en el Registro Especial Bursátil en el período 2018-julio2019**

A pesar de que el Registro Especial Bursátil-REB está vigente desde febrero de 2016, las pymes empezaron a utilizar este mecanismo recién desde el 2018. En las páginas web de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil se encontraron sólo cinco circulares de oferta pública primaria de obligaciones de largo plazo de pequeñas y medianas empresas que se negociaron en el Registro Especial Bursátil-REB desde el 2018 hasta julio de 2019. A continuación, se describe las características de dichas emisiones tomando en cuenta factores como el monto de la emisión, tasa de interés, calificación de riesgo, garantías, destino de los recursos y gastos incurridos en la emisión.

## **ABSORPELSA**

Esta empresa fue constituida el 27 de febrero de 1997 en la ciudad de Quito. Su objeto social se basa en la elaboración, transformación, intermediación y comercialización de papeles industriales y absorbentes en todas sus clases. Absorpelsa cumplió con los requerimientos para ser calificada como una pyme ya que a la fecha de la emisión tenía ingresos brutos de \$USD 1.494.837 y contaba con 62 empleados.

En el 2018, Absorpelsa emitió un monto de US\$2.000.000 en obligaciones repartidas en 4 clases, a plazos de 540, 720, 900 y 1080 días, con tasas de interés del 9.50%, 9.75%, 10,00% y 10,50% anuales fijas, respectivamente. La Casa de Valores Plusbursátil fue la encargada de estructurar y colocar la emisión de obligaciones.

El destino de los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones fue 10% para adquirir materia prima y el 90% restante para la compra de maquinaria, repuestos y mejoras de la planta. Asimismo, estas obligaciones cuentan con garantía general y específica. La garantía específica consiste en un aval de la compañía REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR S.A, hasta por el valor total de la emisión en circulación.

En un inicio, la emisión de obligaciones de Absorpelsa no contenía la calificación de riesgo, ya que es opcional de acuerdo a las normas del Registro Especial Bursátil. Sin embargo, posteriormente, en el mismo año 2018, se elaboró un adendum a la oferta pública primaria que incorporaba la calificación de riesgo. En este sentido, la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. le asignó una calificación "A" para dichas obligaciones, esto quiere decir que los emisores y garantes de los valores emitidos tienen una buena capacidad de pago de capital e intereses, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en su sector y en la economía.

En la *tabla 31* se muestra los gastos incurridos por la emisión de obligaciones por parte de Absorpelsa. Se puede observar que los porcentajes más altos corresponden a los cobrados por la Casa de Valores. La comisión por colocación (3%), la calificación de riesgo (0,53%) y la estructuración financiera (0,50%), que en conjunto representan casi la totalidad de los gastos incurridos por la empresa.

Tabla 31: Gastos por emisión de obligaciones de Absorpelsa (dólares americanos)

Detalle de gastos	Total gastos	% respecto al monto a emitir
Estructuración financiera	10.000,00	0,50%
Colocación Casa de Valores	60.000,00	3,00%
Piso de Bolsa	3.600,00	0,18%
Calificación de Riesgo (estimado)	10.500,00	0,53%
Desmaterialización	1.000,00	0,05%
Agencia de Pago	400,00	0,02%
<b>Total gastos</b>	<b>\$85.500,00</b>	<b>4,28%</b>

Fuente: Elaboración propia de acuerdo al prospecto de oferta pública

## COONECTA

La empresa RED TRANSACCIONAL COOPERATIVA S.A. RTC, fue inscrita en la ciudad de Quito, el 21 de noviembre de 2006. Su objeto social consiste en actuar como facilitadora de las transacciones entre cooperativas de ahorro y crédito; y se encuentra calificada como una institución de servicios auxiliares del sistema financiero. COONECTA cumplió con los requerimientos para ser calificada como una pyme ya que a la fecha de la emisión tenía ingresos brutos de \$USD 2.623.695,20 y 29 empleados.

En 2018, COONECTA realizó una emisión por un monto de US\$1.200.000 en obligaciones repartidas en tres clases, a un plazo de 1080 días, con una tasa de interés de 7.0% anual fija. La Casa de Valores Plusvalores fue la encargada de estructurar y colocar la emisión de obligaciones.

Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones se destinaron 100% para capital de trabajo, para atender las necesidades de liquidez de proyectos como el desarrollo de la plataforma de pagos móviles para brindar el servicio de billetera móvil. Asimismo, las obligaciones emitidas se respaldaron con garantía general que excede el 125% del valor de la emisión.

La Calificadora de Riesgos Class International Rating S.A. le otorgó una calificación "AA" a la emisión de obligaciones a largo plazo de COONECTA. Esta calificación

corresponde a emisores y garantes de valores emitidos que tienen una buena capacidad de pago de capital e intereses, la cual se estima no se verá afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en su sector y en la economía.

En la *tabla 32* se muestra los gastos incurridos por la emisión de obligaciones por parte de COONECTA. Se puede observar que los porcentajes más representativos corresponden a los cobrados por la Casa de Valores y la Calificadora de Riesgos. La comisión por colocación (1,5%), la estructuración financiera (1,50%) y la calificación de riesgos (0,79%) en conjunto representan casi la totalidad de los gastos incurridos por la empresa.

*Tabla 32: Gastos por emisión de obligaciones de COONECTA (dólares americanos)*

<b>Detalle de gastos</b>	<b>Total gastos</b>	<b>% respecto al monto a emitir</b>
Estructuración financiera y legal	18.000,00	1,50%
Comisión de Colocación Casa de Valores	18.000,00	1,50%
Piso de Bolsa	1.200,00	0,1%
Calificadora de Riesgos	9.500,00	0,79%
Desmaterialización	600,00	0,05%
Agencia de Pago	120,00	0,01%
<b>Total gastos anotación</b>	<b>\$47.420,00</b>	<b>3,95%</b>

Fuente: Elaboración propia de acuerdo al prospecto de oferta pública

### **SINPET.S.A.**

La empresa de Servicios Integrados Petroleros SINPET S.A., fue inscrita en la ciudad de Quito, el 17 de agosto de 2005. Su objeto social es la importación, exportación, compra, venta, distribución y comercialización al por mayor y menor de toda clase de equipos, suministros, relacionados con el manejo de hidrocarburos y sus líneas complementarias, entre otras. SINPET cumplió con los requerimientos para ser calificada como una pyme ya que a la fecha de la emisión tenía ingresos brutos de \$USD 1.575.841,59 y 18 empleados en las áreas administrativa, comercial y técnica.

En el 2018, SINPET realizó una emisión por un monto de US\$500.000 en obligaciones de largo plazo repartidas en dos clases, a plazos de 1080 y 1440 días, con tasas de interés de 8.50% y 9.00% anuales fijas, respectivamente. La Casa de Valores Plusvalores fue la encargada de estructurar y colocar la emisión.

Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones se destinaron 70% para la adquisición de activos y el 30% para capital de trabajo. Asimismo, estas obligaciones se encuentran respaldadas con una garantía general que cubre 2.58 veces el monto a emitirse.

Las obligaciones a largo plazo emitidas por SINPET fueron sin calificación de riesgo, ya que es opcional de acuerdo a las normas que regulan el Registro Especial Bursátil-REB para las PYMES. En consecuencia, estos valores pueden ser adquiridos, únicamente, por los siguientes inversionistas institucionales: compañías de seguros, cooperativas de ahorro y crédito y fondos de inversión, y por inversionistas calificados por una Casa de Valores al no contar con una evaluación de riesgo.

En la *tabla 33* se muestra los gastos incurridos por la emisión de obligaciones por parte de SINPET S.A. Se puede observar que los porcentajes más representativos corresponden a los cobrados por la Casa de Valores. La comisión por colocación (2,0%) y la estructuración financiera (3,00%) en conjunto representan casi la totalidad de los gastos incurridos por la empresa.

*Tabla 33: Gastos por emisión de obligaciones de SINPET S.A. (dólares americanos)*

<b>Detalle de gastos</b>	<b>Total gastos</b>	<b>% respecto al monto a emitir</b>
Estructuración financiera y legal	15.000,00	3,00%
Comisión de Colocación Casa de Valores	10.000,00	2,00%
Piso de Bolsa	500,00	0,10%
Desmaterialización	500,00	0,10%
Agencia de Pago/ DECEVALE	250,00	0,05%
Gastos Notariales y otros	1.000,00	0,20%
<b>Total gastos anotación</b>	<b>\$27.250,00</b>	<b>5,45%</b>

Fuente: Elaboración propia de acuerdo al prospecto de oferta pública

## **SERINTU.S.A.**

La empresa SERINTU S.A. fue inscrita en la ciudad de Guayaquil, el 13 de junio de 2007. Su objeto social es importar, exportar, comprar, vender al por mayor y menor, distribuir, arrendar, producir, fabricar, instalar, dar mantenimiento y reparar toda clase de equipos y demás bienes a saber cómo máquinas y maquinaria para la industria y la agricultura, entre otras. SERINTU cumplió con los requerimientos para ser calificada como una pyme ya que a la fecha de la emisión tenía ingresos brutos de \$USD 1.866.497,00 y 29 empleados.

En el 2019, SERINTU realizó la primera emisión de US\$1.000.000 en obligaciones de largo plazo repartidas en dos clases, a un plazo de 1.440 días, con una tasa de interés de 9.50% anual fija. La Casa de Valores Plusvalores fue la encargada de estructurar y colocar estos títulos-valores.

Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones se destinaron 100% para capital de trabajo y se repartieron de la siguiente manera: 1) 25% para incremento de stock de inventario, 2) 60% para financiamiento a clientes, y c) 15% para mejoramiento del área de exhibición. Asimismo, las obligaciones se respaldaron con una garantía general que excede el 125% del monto de las obligaciones a emitirse.

La Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. le otorgó una calificación “A+” a la emisión de obligaciones a largo plazo de SERINTU. Esta calificación se asigna a los emisores y garantes de los valores emitidos que tienen una buena capacidad de pago de capital e intereses, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en su sector y en la economía. Esta categoría de calificación incluye el signo (+) que indica que la calificación podría subir hacia su inmediato superior.

En la *tabla 34* se muestra los gastos incurridos por la emisión de obligaciones por parte de SERINTU. Se puede observar que los porcentajes más importantes corresponden a los cobrados por la Casa de Valores y la Calificadora de Riesgos. La comisión por colocación (1,80%), la estructuración financiera (1,50%) y la calificación de riesgos (1,05%) en conjunto representan casi la totalidad de los gastos incurridos por la empresa.

Tabla 34: Gastos por emisión de obligaciones de SERINTU S.A. (dólares americanos)

Detalle de gastos	Total gastos	% respecto al monto a emitir
Estructuración financiera y legal	15.000,00	1,50%
Comisión de Colocación Casa de Valores	18.000,00	1,80%
Piso de Bolsa	500,00	0,05%
Calificadora de Riesgos	10.500,00	1,05%
Desmaterialización	500,00	0,05%
Agente de Pago/ DECEVALE	100,00	0,01%
Gastos notariales y otros	800,00	0,08%
Total gastos anotación	\$45.400,00	4,54%

Fuente: Elaboración propia de acuerdo al prospecto de oferta pública

## REPALCO

La compañía Recubridora de Papel S.A. Repalco fue inscrita en la ciudad de Guayaquil el 3 de junio de 1971. Su objeto social consiste en la realización de toda actividad relacionada con artes gráficas e impresión en cintas de papel engomado y etiquetas autoadhesivas. REPALCO cumplió con los requerimientos para ser calificada como una pyme ya que a la fecha de la emisión tenía ingresos brutos de \$USD 2.271.832 y 46 empleados en las áreas administrativa, comercial y de producción.

En el 2019, REPALCO realizó una emisión por un monto de US\$750.000 en obligaciones de largo plazo de una clase a un plazo de 1080 días a una tasa de interés de 9.00% anual fija. PlusBursátil Casa de Valores S.A fue la encargada de estructurar y colocar la emisión.

Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones de largo plazo se destinaron en un 56% para la sustitución de pasivos bancarios con plazo de vencimiento menor al de la emisión, y el 44 % para capital de trabajo para el pago de proveedores por la compra de insumos para la producción. Asimismo, el monto de obligaciones emitidas representaba el 23.74% de los activos libres de gravamen y tenían garantía general.

Las obligaciones a largo plazo emitidas por REPALCO no tuvieron calificación de riesgo, ya que es opcional de acuerdo a las normas que regulan el Registro Especial Bursátil-REB para las PYMES.

En la *tabla 35* se muestra los gastos incurridos por la emisión de obligaciones de largo plazo de REPALCO S.A. Se puede observar que los porcentajes más altos corresponden a los cobrados por la Casa de Valores. La comisión por colocación (2,4%) y la estructuración financiera (0,80%) en conjunto representan casi la totalidad de los gastos incurridos.

*Tabla 35: Gastos por emisión de obligaciones de REPALCO S.A. (dólares americanos)*

<b>Detalle de gastos</b>	<b>Total gastos</b>	<b>Gastos/monto a emitir</b>
Estructuración financiera y legal	6.000,00	0,80%
Comisión de Colocación Casa de Valores	18.000,00	2,40%
Piso de Bolsa	1350,00	0,18%
Desmaterialización	375,00	0,05%
Agencia de Pago/ DECEVALE	150,00	0,02%
Encargo Fiduciario	2.000,00	0,27%
Total gastos anotación	\$27.875,00	3,72%

Fuente: Elaboración propia de acuerdo al prospecto de oferta pública

Una vez analizadas las cinco emisiones de obligaciones de largo plazo realizadas con el mecanismo del Registro Especial Bursátil-REB, se puede visualizar en la *tabla 36* que el gasto de anotación como porcentaje del monto total de la emisión es el más alto para SINPET S.A. debido a que el valor de la emisión es el más bajo, a pesar de que no tiene calificación de riesgo. Además, el gasto emisión como porcentaje del monto emitido para las pymes representó en promedio el 4,39%.

*Tabla 36: Gastos totales de emisión de obligaciones REB sobre el monto emitido*

<b>Empresa</b>	<b>Monto emisión (ME)</b>	<b>Gasto emisión (GE)</b>	<b>GE/ME</b>
REPALCO S.A.	\$ 750.000	\$27.875	3,72%
COONECTA S.A.	\$1.200.000	\$47.420	3,95%
ABSORPELSA S.A.	\$2.000.000	\$85.500	4,28%
SERINTU S.A.	\$1.000.000	\$45.400	4,54%
SINPET S.A.	\$ 500.000	\$27.250	5,45%
<b>PROMEDIO EMISORES REB</b>			<b>4,39%</b>

Fuente: Elaboración propia de acuerdo al prospecto de oferta pública



Finalmente, es importante mencionar que tres de las cinco emisiones de obligaciones a largo plazo tuvieron calificación de riesgo, inclusive una emisión al inicio no contenía, sin embargo, luego en un adendum se incorporó la calificación para que resulte más atractiva la oferta pública para los potenciales inversionistas. Con respecto al uso de los recursos, los emisores en su mayoría los destinaron para capital de trabajo y en menor medida para gasto de capital (CAPEX).

### **5.8 Análisis comparativo del costo financiero de la emisión de obligaciones (REB) y el crédito bancario**

Para determinar el costo financiero de la emisión de obligaciones de largo plazo en el Registro Especial Bursátil, se tomó como referencia la información presentada en la circular de oferta pública primaria de las cinco compañías que emitieron en los años 2018 y 2019. A continuación, se muestra el costo de financiamiento de cada empresa.

#### **ABSORPELSA**

Absorpelsa Papeles Absorbentes S.A, en el 2018 emitió obligaciones de largo plazo por un monto de \$2.000.000 distribuidas en 4 clases como se observa en la *tabla 37*. Los costos del proceso representaron el 4,28% del valor de la emisión como se detalla en la *tabla 31*. Estos valores se negociaron a un precio promedio del 100% del valor nominal, luego de deducir los costos de la emisión se obtuvo un valor neto de \$1.919.500.

La tasa de interés nominal anual pagada se incrementó a medida que el plazo aumentó, ya que pasó del 9,50% a 540 días a 10,50% en 1080 días. El pago de intereses fue trimestral mientras que la amortización del capital es al vencimiento. Utilizando la fórmula de la Tasa Interna de Retorno (TIR) se obtuvo un costo de financiamiento efectivo anual del 12,78% como se muestra en la *tabla 38*.

*Tabla 37: Datos emisión de Obligaciones de ABSORPELSA*

<b>CLASE</b>	<b>MONTO A EMITIR</b>	<b>PLAZO</b>	<b>TASA INT.</b>
1	\$500.000,00	540	9,50%
2	\$500.000,00	720	9,75%
3	\$500.000,00	900	10%
4	\$500.000,00	1080	10,50%
COSTO INICIAL DEL PROCESO	\$80.500,00	PRECIO	100%
PAGO INTERESES	Trimestral		
PAGO CAPITAL	Al vencimiento		
VALOR NOMINAL	\$2.000.000,00		
VALOR EFECTIVO	\$2.000.000,00		

Fuente: Elaboración propia

*Tabla 38: Costo Financiero emisión de Obligaciones de ABSORPELSA*

Período	Interés	Amortización	Costos del proc	Flujo de Caja
0	\$ -	0		\$-1.919.500,00
1	\$49.687,50			\$49.687,50
2	\$49.687,50			\$49.687,50
3	\$49.687,50			\$49.687,50
4	\$49.687,50		\$2.500,00	\$52.187,50
5	\$49.687,50			\$49.687,50
6	\$49.687,50	\$500.000,00		\$549.687,50
7	\$37.812,50			\$37.812,50
8	\$37.812,50	\$500.000,00	\$2.500,00	\$540.312,50
9	\$25.625,00			\$25.625,00
10	\$25.625,00	\$500.000,00		\$525.625,00
11	\$13.125,00			\$13.125,00
12	\$13.125,00	\$500.000,00		\$513.125,00
TIR trimestral	3,05%			
TIR anual nomi	12,21%			
<b>Costo Financiero</b>	<b>12,78%</b>			

Fuente: Elaboración propia

Para obtener el financiamiento de los \$2.000.000, Absorpelsa tenía como alternativa solicitar un préstamo bancario. Utilizando el simulador de créditos del Banco Pichincha y su tarifario para un crédito productivo para las empresas con ventas anuales superiores a \$1.000.000 y hasta \$5.000.000, se obtuvo un costo financiero efectivo anual de 11.21% como se muestra en la *tabla 39*.

*Tabla 39: Costo Financiero de un crédito productivo empresarial*

Tasa de Interés nominal anual	9.76%
Tasa de interés efectiva anual	10.21%
Impuestos de ley, seguros obligatorios y gastos directos e indirectos	1% aproximadamente
<b>Tasa de interés efectiva anual del costo del financiamiento</b>	<b>11.21%</b>

Fuente: Elaboración propia

Comparando los costos de las dos fuentes de financiamiento se verifica que para Absorpelsa, resultó más costoso emitir obligaciones de largo plazo en el Registro Especial Bursátil (REB) que solicitar un préstamo bancario. En cambio, para los inversionistas fue muy ventajoso ya que los rendimientos obtenidos fueron más altos

que la tasa de interés pasiva referencial del 5,43% que regía en diciembre de 2018, según la Información Estadística Mensual de Julio 2019 del Banco Central del Ecuador.

## COONECTA

La Red Transaccional Cooperativa S.A. RTC-COONECTA en el 2018 emitió obligaciones de largo plazo por un monto de \$1.200.000 distribuidas en 3 clases como se observa en la *tabla 40*. Los costos del proceso representaron el 3,95% del valor de la emisión como se detalla en la *tabla 32*. Estos valores se negociaron en el mercado primario bajo la par a un precio promedio del 97,0644% del valor nominal, esta situación se produce cuando no existe suficiente demanda al precio que se ha valorado un activo financiero, y se pretende facilitar su colocación. Luego de deducir los costos de la emisión y el castigo se obtuvo un valor neto de \$1.122.852,80.

La tasa de interés nominal anual pagada fue de 7% en las 3 clases de obligaciones. Los pagos de intereses y la amortización de capital fueron trimestrales. Utilizando la fórmula de la Tasa Interna de Retorno (TIR) se obtuvo un costo de financiamiento efectivo anual del 12,32% como se muestra en la *tabla 41*.

*Tabla 40: Datos emisión de Obligaciones de COONECTA*

CLASE	MONTO A EMITIR	PLAZO	TASA INT.
A	\$ 600.000,00	1080	7,00%
B	\$ 400.000	1080	7,00%
C	\$200.000	1080	7,00%
COSTO INICIAL DEL PROCESO	\$ 41.920,00		
PAGO INTERESES	Trimestral		
PAGO CAPITAL	Trimestral		
PRECIO	97,0644%		
VALOR NOMINAL	\$ 1.200.000,00		
VALOR EFECTIVO	\$ 1.164.772,80		

Fuente: Elaboración propia

*Tabla 41: Costo Financiero emisión de Obligaciones de COONECTA*

Período	Interés	Amortización	Costos del proc	Flujo de Caja
0	\$ -	0		\$ -1.122.852,80
1	\$ 21.000,00	\$ 100.000		\$ 121.000,00
2	\$ 19.250,00	\$ 100.000		\$ 119.250,00
3	\$ 17.500,00	\$ 100.000		\$ 117.500,00
4	\$ 15.750,00	\$ 100.000	\$ 2.750,00	\$ 118.500,00
5	\$ 14.000,00	\$ 100.000		\$ 114.000,00
6	\$ 12.250,00	\$ 100.000		\$ 112.250,00

7	\$	10.500,00	\$ 100.000		\$ 110.500,00
8	\$	8.750,00	\$ 100.000	\$ 2.750,00	\$ 111.500,00
9	\$	7.000,00	\$ 100.000		\$ 107.000,00
10	\$	5.250,00	\$ 100.000		\$ 105.250,00
11	\$	3.500,00	\$ 100.000		\$ 103.500,00
12	\$	1.750,00	\$ 100.000		\$ 101.750,00
<b>TIR</b>					
<b>trimestral</b>		<b>2,95%</b>			
<b>TIR</b>					
<b>nominal</b>					
<b>anual</b>		<b>11,79%</b>			
<b>Costo</b>					
<b>Financiero</b>		<b>12,32% Anual</b>			

Fuente: Elaboración propia

Para obtener el financiamiento de \$1.200.000, Coonecta también tenía como alternativa solicitar un préstamo bancario. Utilizando el simulador de créditos del Banco Pichincha y su tarifario para un crédito productivo para las empresas con ventas anuales superiores a \$1.000.000 y hasta \$5.000.000, se obtuvo un costo financiero efectivo anual de 11.21%.

Comparando el costo financiero de emitir obligaciones de largo plazo en el Registro Especial Bursátil o de solicitar un préstamo bancario, a COONECTA le resultaba más conveniente solicitar un préstamo bancario.

## SINPET

Servicios Integrados Petroleros SINPET S.A. en 2018 emitió obligaciones de largo plazo por un monto de \$500.000 distribuidas en 2 clases como se observa en la *tabla 42*. Los costos del proceso representaron el 5,45% del valor de la emisión como se detalla en la *tabla 33*. Estos valores se negociaron en el mercado primario bajo la par a un precio promedio del 99,9969% del valor nominal. Luego de deducir los costos de la emisión y el castigo se obtuvo un valor neto de \$472.734,50.

La tasa de interés nominal anual pagada fue de 8,50% para las obligaciones con vencimiento en 1.080 días y de 9,00% para las que vencen en 1.440 días. Los pagos de intereses y la amortización de capital fueron trimestrales. Utilizando la fórmula de la Tasa Interna de Retorno (TIR) se obtuvo un costo de financiamiento efectivo anual del 12,72% como se muestra en las tablas 43 y 44.

*Tabla 42: Datos emisión de Obligaciones de SINPET (Parte 1)*

CLASE	MONTO A EMITIR	PLAZO	TASA INT.
A	\$ 200.000,00	1080	8,50%
B	\$ 300.000,00	1440	9,00%
	COSTO INICIAL DEL PROCESO	\$ 27.250,00	
	PAGO INTERESES	Trimestral	
	PAGO CAPITAL	Trimestral	
	PRECIO	99,9969%	
	VALOR NOMINAL	\$ 200.000,00	
	VALOR EFECTIVO	\$ 199.993,80	

Fuente: Elaboración propia

*Tabla 43: Costo Financiero emisión de Obligaciones de SINPET (Parte 1)*

Período	Interés	Amortización	Flujo de Caja
0	0	0	0
1	\$ 4.250,00	\$ 16.666,67	\$ 20.916,67
2	\$ 3.895,83	\$ 16.666,67	\$ 20.562,50
3	\$ 3.541,67	\$ 16.666,67	\$ 20.208,33
4	\$ 3.187,50	\$ 16.666,67	\$ 19.854,17
5	\$ 2.833,33	\$ 16.666,67	\$ 19.500,00
6	\$ 2.479,17	\$ 16.666,67	\$ 19.145,83
7	\$ 2.125,00	\$ 16.666,67	\$ 18.791,67
8	\$ 1.770,83	\$ 16.666,67	\$ 18.437,50
9	\$ 1.416,67	\$ 16.666,67	\$ 18.083,33
10	\$ 1.062,50	\$ 16.666,67	\$ 17.729,17
11	\$ 708,33	\$ 16.666,67	\$ 17.375,00
12	\$ 354,17	\$ 16.666,67	\$ 17.020,83

Fuente: Elaboración propia

*Tabla 44: Costo Financiero emisión de Obligaciones de SINPET (Parte 2)*

Período	Interés	Amortización	Flujo acumulado
0	0	0	\$ -472.734,50
1	\$ 6.750,00	\$ 18.750,00	\$ 46.416,67
2	\$ 6.328,13	\$ 18.750,00	\$ 45.640,63
3	\$ 5.906,25	\$ 18.750,00	\$ 44.864,58
4	\$ 5.484,38	\$ 18.750,00	\$ 44.088,54
5	\$ 5.062,50	\$ 18.750,00	\$ 43.312,50
6	\$ 4.640,63	\$ 18.750,00	\$ 42.536,46
7	\$ 4.218,75	\$ 18.750,00	\$ 41.760,42
8	\$ 3.796,88	\$ 18.750,00	\$ 40.984,38
9	\$ 3.375,00	\$ 18.750,00	\$ 40.208,33
10	\$ 2.953,13	\$ 18.750,00	\$ 39.432,29
11	\$ 2.531,25	\$ 18.750,00	\$ 38.656,25
12	\$ 2.109,38	\$ 18.750,00	\$ 37.880,21
13	\$ 1.687,50	\$ 18.750,00	\$ 20.437,50
14	\$ 1.265,63	\$ 18.750,00	\$ 20.015,63

15	\$ 843,75	\$ 18.750,00	\$ 19.593,75
16	\$ 421,88	\$ 18.750,00	\$ 19.171,88
<b>PRECIO</b>	99,9969%	<b>TIR trimestral</b>	3,04%
<b>VALOR NOMINAL</b>	\$ 300.000,00	<b>TIR anual nominal</b>	12,15%
<b>VALOR EFECTIVO</b>	\$ 299.990,70	<b>Costo Financiero</b>	12,72% Annual

Fuente: Elaboración propia

SINPET S.A para financiarse los \$500.000 también tenía como alternativa solicitar un préstamo bancario. Con el simulador del Banco Pichincha y su tarifario para un crédito productivo para las empresas con ventas anuales mayores a \$1.000.000 hasta \$5.000.000, se obtuvo un costo financiero efectivo anual de 11.21%. Además, comparando el costo financiero de emitir obligaciones de largo plazo en el Registro Especial Bursátil o de solicitar un préstamo bancario, a SINPET le resultaba más conveniente solicitar un crédito en una institución bancaria.

#### **SERINTU S.A.**

SERINTU S.A. en 2019 emitió obligaciones de largo plazo por un monto de \$1.000.000 distribuidas en 2 clases como se observa en la *tabla 45*. Los costos del proceso representaron el 4,54 % del valor de la emisión como se detalla en la *tabla 34*. Estos valores se negociaron en el mercado primario a un precio promedio del 100 % del valor nominal. Luego de deducir los costos de la emisión se obtuvo un valor neto de \$962.100,00.

La tasa de interés nominal anual pagada fue de 9,50 % para las dos clases de obligaciones con vencimiento en 1.440 días. Los pagos de intereses y la amortización de capital fueron trimestrales. Utilizando la Tasa Interna de Retorno (TIR) se obtuvo un costo de financiamiento efectivo anual del 12,49% como se muestra en la *tabla 46*.

*Tabla 45: Datos emisión de Obligaciones de SERINTU S.A.*

<b>CLASE</b>	<b>MONTO A EMITIR</b>	<b>PLAZO</b>	<b>TASA INT.</b>
A	\$ 600.000,00	1440	9,50%
B	\$ 400.000,00	1440	9,50%
	COSTO INICIAL DEL PROCESO	\$ 37.900,00	
	PAGO INTERESES	Trimestral	
	PAGO CAPITAL	Trimestral	
	PRECIO	100,00%	
	VALOR NOMINAL	\$ 1000.000,00	
	VALOR EFECTIVO	\$ 1.000.000,00	

Fuente: Elaboración propia

Tabla 46: Costo Financiero emisión de Obligaciones de SERINTU S.A.

Período	Interés	Amortización	Costos del proc	Flujo de Caja
0	\$ 0	\$ 0		\$ -962.100,00
1	\$ 23.750,00	\$ 62.500		\$ 86.250,00
2	\$ 22.265,63	\$ 62.500		\$ 84.765,63
3	\$ 20.781,25	\$ 62500		\$ 83.281,25
4	\$ 19.296,88	\$ 62500	\$ 2.500,00	\$ 84.296,88
5	\$ 17.812,50	\$ 62500		\$ 80.312,50
6	\$ 16.328,13	\$ 62500		\$ 78.828,13
7	\$ 14.843,75	\$ 62500		\$ 77.343,75
8	\$ 13.359,38	\$ 62500	\$ 2.500,00	\$ 78.359,38
9	\$ 11.875,00	\$ 62500		\$ 74.375,00
10	\$ 10.390,63	\$ 62500		\$ 72.890,63
11	\$ 8.906,25	\$ 62500		\$ 71.406,25
12	\$ 7.421,88	\$ 62500	\$ 2.500,00	\$ 72.421,88
13	\$ 5.937,50	\$ 62500		\$ 68.437,50
14	\$ 4.453,13	\$ 62500		\$ 66.953,13
15	\$ 2.968,75	\$ 62500		\$ 65.468,75
16	\$ 1.484,38	\$ 62500		\$ 63.984,38
	TIR trimestral	2,99%		
	TIR anual nominal	11,95%		
	<b>Costo Financiero</b>	<b>12,49% anual</b>		

Fuente: Elaboración propia

SERINTU S.A. para obtener el \$1.000.000 también tenía como alternativa solicitar un crédito bancario. Con el simulador del Banco Pichincha y su tarifario para un crédito productivo para las empresas con ventas anuales mayores a \$1.000.000 hasta \$5.000.000, se obtuvo un costo financiero efectivo anual de 11.21%.

Comparando el costo financiero de emitir obligaciones de largo plazo en el Registro Especial Bursátil o de solicitar un préstamo bancario, a SERINTU le resultaba más conveniente endeudarse en una institución bancaria.

## REPALCO

La compañía Recubridora de Papel S.A. REPALCO en 2019 emitió obligaciones de largo plazo por un monto de \$ 750.000 como se muestra en la *tabla 47*. Los costos del proceso representaron el 3,72 % del valor de la emisión como se detalla en la *tabla 35*. Estos valores se negociaron en el mercado primario a un precio promedio del 99,2746 % del valor nominal. Luego de deducir los costos de la emisión y el castigo se obtuvo un valor neto de \$727.334,50.

La tasa de interés nominal anual pagada fue de 9 % para las obligaciones con vencimiento en 1.080 días. Los pagos de intereses y la amortización de capital fueron trimestrales. Utilizando la Tasa Interna de Retorno (TIR) se obtuvo un costo de financiamiento efectivo anual del 12,56% como se muestra en la *tabla 48*.

*Tabla 47: Datos emisión de Obligaciones de REPALCO S.A.*

<b>MONTO EMITIDO</b>	<b>PLAZO</b>	<b>TASA INT.</b>
\$ 750.000,00	1080 días	9,00%
COSTO INICIAL DEL PROCESO	\$ 17.225,00	
PAGO INTERESES	Trimestral	
PAGO CAPITAL	Trimestral	
PRECIO	99,2746%	
VALOR NOMINAL	\$ 750.000,00	
VALOR EFECTIVO	\$ 744.559,50	

Fuente: Elaboración propia

*Tabla 48: Costo Financiero emisión de Obligaciones de REPALCO S.A.*

<b>Período</b>	<b>Interés</b>	<b>Amortización</b>	<b>Costos del proceso</b>	<b>Flujo de Caja acumulado</b>
0	\$ 0	\$ 0		\$ -727.334,50
1	\$ 16.875,00	\$ 62500		\$ 79.375,00
2	\$ 15.468,75	\$ 62500		\$ 77.968,75
3	\$ 14.062,50	\$ 62500		\$ 76.562,50
4	\$ 12.656,25	\$ 62500	\$ 10.050,00	\$ 85.206,25
5	\$ 11.250,00	\$ 62500		\$ 73.750,00
6	\$ 9.843,75	\$ 62500		\$ 72.343,75
7	\$ 8.437,50	\$ 62500		\$ 70.937,50
8	\$ 7.031,25	\$ 62500	\$ 300,00	\$ 69.831,25
9	\$ 5.625,00	\$ 62500		\$ 68.125,00
10	\$ 4.218,75	\$ 62500		\$ 66.718,75
11	\$ 2.812,50	\$ 62500		\$ 65.312,50
12	\$ 1.406,25	\$ 62500	\$ 300,00	\$ 64.206,25
TIR trimestral	3,00%			
TIR anual nominal	12,01%			
<b>Costo Financiero</b>	<b>12,56% annual</b>			

Fuente: Elaboración propia

REPALCO para obtener los \$750.000 también tenía como alternativa solicitar un crédito bancario. Con el simulador del Banco Pichincha y su tarifario para un crédito productivo para las empresas con ventas anuales mayores a \$1.000.000 hasta \$5.000.000, se obtuvo un costo financiero efectivo anual de 11.21%.



Comparando el costo financiero de emitir obligaciones de largo plazo en el Registro Especial Bursátil o de solicitar un préstamo bancario, a REPALCO le resultaba más conveniente endeudarse en una institución bancaria.

Se verifica que las cinco empresas que emitieron obligaciones de largo plazo en el Registro Especial Bursátil en los años 2018 y 2019 todas son medianas, el costo financiero de la emisión de obligaciones disminuyó a medida que se incrementó el monto emitido, con excepción de ABSORPELSA. A la vez, el costo financiero promedio ponderado de 12,59% de la emisión de obligaciones en el REB fue mayor al costo financiero de 11,21% anual de un crédito bancario. Ver tabla 50

El costo financiero de la emisión de obligaciones en el REB fue mayor al costo financiero de un crédito bancario, principalmente, por las siguientes razones: a) La mayoría de pymes emitieron obligaciones por primera vez, por lo que, no disponen de historial financiero en el mercado de valores, b) El ratio gastos de emisión/monto emitido en las pymes fue de 4,39%, mientras que en las empresas grandes 1,56% y c) dos emisiones de obligaciones negociables no tuvieron calificación de riesgo, al no existir esta señal que mitiga el riesgo por las asimetrías de información, los inversionistas demandan una mayor rentabilidad, entre otras.

En las entrevistas realizadas a los representantes de las pymes que emitieron obligaciones negociables en el REB, mencionaron las siguientes ventajas: a) Mejora la Imagen Financiera porque existe una mayor supervisión por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, b) Diversificación de las fuentes de financiamiento, c) montos más altos de financiamiento y mayores plazos en relación al sistema bancario y d) La emisión obligaciones se puede realizar con garantía general, mientras que si se solicita un crédito se requiere de una garantía real.

El costo financiero de las cinco empresas que emitieron obligaciones de largo plazo en el REB, osciló entre 12,32% y 12,78%, siendo en promedio del 12,59% anual. En el caso de COONECTA que pagó una tasa de interés nominal de sólo el 7% anual en la emisión de obligaciones, no le fue de mucha utilidad ya que debió vender sus títulos emitidos en el mercado primario a un precio bajo la par, desapareciendo su aparente ventaja con respecto al resto de emisores.

Para pymes que emitieron obligaciones de largo plazo sin calificación de riesgo el costo financiero fue el más alto. A la vez, para las compañías que obtuvieron una mejor calificación de riesgo, el costo financiero fue menor. *Ver tabla 49*

**Tabla 49: Costo Financiero de la emisión de Obligaciones en el REB**

No	Empresa	Monto emitido	Tasa Interés nominal emisión	Costo financiero emisión	Calificación de Riesgo
1	ABSORPELSA S.A.	\$ 2.000.000	(9,5%-9,75%-10%-10,50%)	12,78%	A
2	SINPET S.A.	\$ 500.000	(8,5%-9,0%)	12,72%	Sin calificación
3	REPALCO S.A.	\$ 750.000	9%	12,56%	Sin calificación
4	SERINTU S.A.	\$ 1.000.000	9,5%	12,49%	A+
5	COONECTA S.A.	\$ 1.200.000	7%	12,32%	AA
<b>Costo Financiero Promedio Ponderado</b>				<b>12,59% anual</b>	

Fuente: Elaboración propia

Las cinco pymes que emitieron obligaciones de largo plazo en el Registro Especial Bursátil se caracterizaron por tener en promedio activos de \$ 2.566.769,55, una antigüedad de 20,70 años y un nivel de ventas de \$2.544.824,12. *Ver tabla 50*

**Tabla 50: Nivel de activos, antigüedad y ventas de los emisores en el REB**

No	Empresa	Activos	Antigüedad (Años)	Ventas
1	ABSORPELSA S.A.	\$ 3.966.078,00	20,85	\$ 3.667.770,00
2	COONECTA S.A.	\$ 1.919.940,00	11,12	\$ 3.342.180,00
2	REPALCO S.A.	\$ 3.767.090,00	47,61	\$ 2.271.832,00
3	SERINTU S.A.	\$ 1.966.075,00	11,56	\$ 1.866.497,00
5	SINPET S.A.	\$ 1.214.664,73	12,38	\$ 1.575.841,59
<b>Promedio</b>		<b>\$ 2.566.769,55</b>	<b>20,70</b>	<b>\$ 2.544.824,12</b>

Fuente: Elaboración propia

### **5.9 Análisis comparativo del costo financiero de la emisión de obligaciones para las empresas grandes y el crédito bancario**

Para determinar el costo financiero de la emisión de obligaciones de largo plazo para las empresas grandes, según el juicio del investigador se tomó como referencia tres casos de ofertas públicas realizadas en el 2018. A continuación, se muestra el costo de financiamiento de cada compañía utilizando como insumo la información que consta en los respectivos prospectos.

## **PROCARSA**

Productora Cartonera S.A. PROCARSA, fue inscrita en la ciudad de Guayaquil, el 24 de marzo de 1965. Su objeto social consiste primordialmente en dedicarse a realizar actividades industriales en el ramo de la elaboración de láminas de cartones para la venta, o para con ellos fabricar cajas que podrían ser empleadas en la movilización de productos y mercadería en general. PROCARSA a la fecha de la emisión tenía ingresos brutos de \$USD 120.385.000 y 501 empleados.

PROCARSA en 2018, realizó una emisión por un monto de US\$5.000.000 en obligaciones repartidas en tres clases, a plazos de 720, 1080 y 1.440 días, con tasas de interés anuales fijas de 7,80%, 8,00% y 8,50% en el orden indicado. Los pagos de intereses fueron trimestrales mientras que la amortización del capital de manera semestral. La Casa de Valores MERCAPITAL fue la encargada de estructurar y colocar la emisión de obligaciones.

Los recursos obtenidos de la emisión de obligaciones se destinaron en su totalidad para capital de trabajo, para mejorar los términos y condiciones con los proveedores tanto en el aprovisionamiento de inventarios como en plazos de pago de materias primas e insumos que intervienen en el proceso productivo. Asimismo, las obligaciones emitidas estuvieron respaldadas con garantía general del emisor y representaron el 5,68% del total de los activos libres de gravamen menos deducciones de ley.

La Calificadora de Riesgos Class International Rating S.A. le otorgó una calificación “AA” a la emisión de obligaciones a largo plazo de PROCARSA. Esta calificación corresponde a emisores y garantes de valores emitidos que tienen una buena capacidad de pago de capital e intereses, la cual se estima no se verá afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en su sector y en la economía.

Los gastos de emisión correspondieron al 2,24% del valor nominal de la emisión, el más importante correspondió a la comisión de colocación (0,80%), mientras los pagos al estructurador financiero (0,20%) y a la calificadora de riesgos (0,37%) son poco representativos. Estos valores se negociaron a un precio promedio del 100% del valor nominal y luego de deducir los costos de la emisión se obtuvo un valor neto de \$4.922.300.

Utilizando la fórmula de la Tasa Interna de Retorno (TIR) se obtuvo un costo de financiamiento efectivo anual del 9,85%, tal como se muestra en la *tabla 51*.

*Tabla 51: Costo Efectivo Anual emisión de Obligaciones de PROCARSA S.A.*

Período	Obligaciones Clase A	Obligaciones Clase B	Obligaciones Clase C	Flujo de Caja acumulado
0				\$-4.922.300,00
1	\$ 39.000,00	\$ 40.000,00	\$ 21.250,00	\$ 100.250,00
2	\$539.000,00	\$373.333,33	\$146.250,00	\$ 1.058.583,33
3	\$ 29.250,00	\$ 33.333,33	\$ 18.593,75	\$ 81.177,08
4	\$529.250,00	\$366.666,67	\$155.093,75	\$ 1.051.010,42
5	\$ 19.500,00	\$ 26.666,67	\$ 15.937,50	\$ 62.104,17
6	\$519.500,00	\$360.000,00	\$140.937,50	\$ 1.020.437,50
7	\$ 9.750,00	\$ 20.000,00	\$ 13.281,25	\$ 43.031,25
8	\$509.750,00	\$353.333,33	\$149.781,25	\$ 1.012.864,58
9		\$ 13.333,33	\$ 10.625,00	\$ 23.958,33
10		\$346.666,67	\$135.625,00	\$ 482.291,67
11		\$ 6.666,67	\$ 7.968,75	\$ 14.635,42
12		\$340.000,00	\$144.468,75	\$ 484.468,75
13			\$ 5.312,50	\$ 5.312,50
14			\$130.312,50	\$ 130.312,50
15			\$ 2.656,25	\$ 2.656,25
16			\$127.656,25	\$ 127.656,25
	<b>TIR trimestral</b>	2,38%	<b>TIR nominal anual</b>	9,51%
	<b>Costo Financiero</b>	9,85% anual		

Fuente: Elaboración propia

Para obtener el financiamiento de los \$5.000.000, PROCARSA tenía como alternativa solicitar un crédito bancario. Utilizando el simulador de créditos del Banco Pichincha y su tarifario para un crédito productivo para las empresas con ventas anuales superiores a \$5.000.000, se obtuvo un costo financiero efectivo anual de 10,33% como se muestra en la *tabla 52*.

*Tabla 52: Costo Financiero de un crédito productivo corporativo*

Tasa de Interés nominal anual	8,95%
Tasa de interés efectiva anual	9,33%
Impuestos de ley, seguros obligatorios y gastos directos e indirectos	1% aproximadamente
<b>Tasa de interés efectiva anual del costo del financiamiento</b>	<b>10,33%</b>

Fuente: Elaboración propia

Comparando los costos de las dos fuentes de financiamiento se verifica que a PROCARSA le resultó más conveniente emitir obligaciones de largo plazo que solicitar un préstamo bancario.

## **ENVASES DEL LITORAL**

Envases del Litoral S.A. fue inscrita en la ciudad de Guayaquil, el 21 de marzo de 1973. Su objeto social consiste primordialmente en realizar actividades industriales en el ramo de la elaboración de láminas de cartones para la venta, o para con ellos fabricar cajas que podrían ser empleadas en la movilización de productos y mercadería en general. Envases del Litoral a la fecha de la emisión tenía ingresos brutos de \$USD 55.932.446 y 397 colaboradores.

Envases del Litoral en 2018, realizó una emisión por US\$12.000.000 en obligaciones repartidas en dos clases, a plazos de 1.440 y 1.800 días, a una tasa de interés del 8% anual fija. Los pagos de intereses y la amortización del capital se realizaron cada trimestre. La Casa de Valores INTERVALORES estructuró y ADVIN colocó la emisión de obligaciones.

Los recursos captados de la emisión de obligaciones se destinaron en un 70%, para sustituir pasivos con instituciones financieras privadas locales, y el 30% para financiar parte del capital de trabajo, por ejemplo, para la adquisición de materias primas y repuestos y sus respectivas nacionalizaciones. Asimismo, las obligaciones emitidas estuvieron respaldadas con garantía general del emisor y con una garantía específica consistente en una fianza solidaria otorgada por la compañía Plásticos del Litoral PLASTILIT S.A.

La Calificadora de Riesgos Summaratings S.A. le otorgó una calificación “AA+” a la emisión de obligaciones a largo plazo de Plásticos del Litoral. Esta calificación corresponde a emisores y garantes de valores emitidos que tienen una buena capacidad de pago de capital e intereses, la cual se estima no se verá afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en su sector y en la economía. El signo más (+) indica que la calificación podría subir hacia la categoría inmediata superior.

Los gastos de emisión equivalieron al 1,75% del valor nominal de la emisión, el más importante correspondió a la comisión de colocación (1%), mientras que los pagos al

estructurador financiero (0,25%) y a la calificadora de riesgos (0,19%) fueron poco representativos. Las Obligaciones de la clase Q se negociaron a un precio del 99,0883%, mientras que las Obligaciones clase R se vendieron en el mercado primario al 97,892% del valor nominal. Luego de deducir los gastos de la emisión y el castigo se obtuvo un valor neto de \$11.636.890.

Utilizando la fórmula de la Tasa Interna de Retorno (TIR), se obtuvo un costo de financiamiento efectivo anual del 9,93% como se muestra en la *tabla 53*.

*Tabla 53: Costo Efectivo Anual emisión de Obligaciones de Envases del Litoral S.A.*

PERÍODO	Obligaciones Clase Q	Obligaciones Clase R	Flujo de Caja acumulado
0	\$ -		\$-11.636.890,00
1	\$ 495.000,00	\$420.000,00	\$ 915.000,00
2	\$ 487.500,00	\$414.000,00	\$ 901.500,00
3	\$ 480.000,00	\$408.000,00	\$ 888.000,00
4	\$ 479.437,50	\$402.000,00	\$ 881.437,50
5	\$ 465.000,00	\$396.000,00	\$ 861.000,00
6	\$ 457.500,00	\$390.000,00	\$ 847.500,00
7	\$ 450.000,00	\$384.000,00	\$ 834.000,00
8	\$ 449.437,50	\$378.000,00	\$ 827.437,50
9	\$ 435.000,00	\$372.000,00	\$ 807.000,00
10	\$ 427.500,00	\$366.000,00	\$ 793.500,00
11	\$ 420.000,00	\$360.000,00	\$ 780.000,00
12	\$ 419.437,50	\$354.000,00	\$ 773.437,50
13	\$ 405.000,00	\$348.000,00	\$ 753.000,00
14	\$ 397.500,00	\$342.000,00	\$ 739.500,00
15	\$ 390.000,00	\$336.000,00	\$ 726.000,00
16	\$ 389.437,50	\$330.000,00	\$ 719.437,50
17	\$ -	\$324.000,00	\$ 324.000,00
18	\$ -	\$318.000,00	\$ 318.000,00
19	\$ -	\$312.000,00	\$ 312.000,00
20	\$ -	\$306.000,00	\$ 306.000,00
	<b>TIR trimestral</b>		<b>2,39%</b>
	<b>TIR nominal anual</b>		<b>9,58%</b>
	<b>Costo Financiero</b>		<b>9,93% anual</b>

Fuente: Elaboración propia

Comparando las opciones de emitir obligaciones vs. solicitar un crédito bancario para financiarse los US\$ 12.000.000, a Envases del Litoral S.A le resultó más conveniente emitir obligaciones de largo plazo con un costo efectivo anual del 9,93% que solicitar un crédito bancario que le hubiera representado costo efectivo anual de 10,33%.

## **LA FABRIL S.A.**

La Compañía La Fabril S.A. fue inscrita en la ciudad de Quito, el 4 de abril de 1935. Su objeto social consiste en la producción y comercialización interna y externa de grasas y aceites vegetales, y productos industriales y subproductos resultantes de la extracción, refinación y procesamiento industrial de aceites y grasas vegetales. La Fabril a noviembre de 2017 tenía ingresos brutos de US\$ 444.968.084 y 2.560 colaboradores.

En 2018 La Fabril S.A. realizó una emisión por US\$25.000.000 en obligaciones repartidas en dos clases, US\$ 12.500.000 a 1.440 días y US\$ 12.500.000 a 1.800 días, a tasas de interés fijas anuales del 6,75% y 7%, respectivamente. Los pagos de intereses y la amortización del capital fueron trimestrales. La Casa de Valores Silvercross S.A. se encargó de estructurar y colocar la emisión.

Los recursos captados de la emisión de obligaciones se destinaron en un 20% para reestructurar pasivos con instituciones financieras, y el 80% para capital de trabajo, específicamente, para la adquisición de materias primas. Asimismo, el papel comercial y las obligaciones emitidas estuvieron respaldadas con garantía general del emisor que equivale al 137%.

La Calificadora de Riesgos Class International Rating S.A. le otorgó una evaluación "AAA" a la emisión de obligaciones a largo plazo de La Fabril S.A. Esta calificación corresponde a emisores y garantes de valores emitidos que tienen excelente capacidad de pago de capital e intereses, la cual se estima no se verá afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en su sector y en la economía.

Los costos de la emisión equivalieron al 0,69% del valor nominal de la emisión, el más importante correspondió a la comisión de colocación (0,25%), mientras que los pagos al estructurador financiero (0,14%) y a la calificadora de riesgos (0,06%) fueron poco representativos. Las dos clases de Obligaciones se negociaron a un precio del 100% del valor nominal. Luego de deducir los gastos de la emisión se obtuvo un valor neto de \$24.871.700.

Utilizando la fórmula de la Tasa Interna de Retorno (TIR), se obtuvo un costo de financiamiento efectivo anual del 7,39% como se muestra en la *tabla 54*.

Tabla 54: Costo Efectivo Anual emisión de Obligaciones de La Fabril S.A.

Período	Obligaciones Clase k	Obligaciones Clase L	Flujo de Caja acumulado
0			\$-24.871.700,00
1	\$ 992.187,50	\$843.750,00	\$ 1.835.937,50
2	\$ 979.003,91	\$832.812,50	\$ 1.811.816,41
3	\$ 965.820,31	\$821.875,00	\$ 1.787.695,31
4	\$ 963.436,72	\$810.937,50	\$ 1.774.374,22
5	\$ 939.453,13	\$800.000,00	\$ 1.739.453,13
6	\$ 926.269,53	\$789.062,50	\$ 1.715.332,03
7	\$ 913.085,94	\$778.125,00	\$ 1.691.210,94
8	\$ 910.702,34	\$767.187,50	\$ 1.677.889,84
9	\$ 886.718,75	\$756.250,00	\$ 1.642.968,75
10	\$ 873.535,16	\$745.312,50	\$ 1.618.847,66
11	\$ 860.351,56	\$734.375,00	\$ 1.594.726,56
12	\$ 857.967,97	\$723.437,50	\$ 1.581.405,47
13	\$ 833.984,38	\$712.500,00	\$ 1.546.484,38
14	\$ 820.800,78	\$701.562,50	\$ 1.522.363,28
15	\$ 807.617,19	\$690.625,00	\$ 1.498.242,19
16	\$ 805.233,59	\$679.687,50	\$ 1.484.921,09
17	\$ -	\$668.750,00	\$ 668.750,00
18	\$ -	\$657.812,50	\$ 657.812,50
19	\$ -	\$646.875,00	\$ 646.875,00
20	\$ -	\$635.937,50	\$ 635.937,50
	<b>TIR trimestral</b>		<b>1,80%</b>
	<b>TIR nominal annual</b>		<b>7,20%</b>
	<b>Costo Financiero</b>		<b>7,39% annual</b>

Fuente: Elaboración propia

Comparando las opciones de emitir obligaciones de largo plazo vs. solicitar un préstamo bancario para financiarse los US\$ 25.000.000, a La Fabril le resultó más conveniente realizar la emisión a un costo financiero efectivo anual del 7,39% que solicitar un crédito bancario que le hubiera representado costo efectivo anual de 10,33%.

Una vez analizados los tres casos de empresas grandes que emitieron obligaciones de largo plazo, se observa en la *tabla 55* que el gasto de anotación como porcentaje del monto total de la emisión va disminuyendo a medida que el valor de la emisión se incrementa. Esta disminución de la participación del gasto se debe a la presencia de los costos fijos que se reducen a medida que el monto de la emisión aumenta. Además, el gasto de emisión y colocación como porcentaje del monto emitido para las empresas grandes representó en promedio el 1,56%.



*Tabla 55: Gasto emisión de obligaciones sobre el monto emitido en empresas grandes*

<b>Empresa</b>	<b>Monto emisión (ME)</b>	<b>Gasto emisión (GE)</b>	<b>GE/ME</b>
PROCARSA S.A.	\$ 5.000.000	\$112.200	2,24%
ENVASES DEL LITORAL S.A.	\$12.000.000	\$209.690	1,75%
LA FABRIL S.A.	\$25.000.000	\$171.500	0,69%
<b>GE/ME PROMEDIO EMPRESAS GRANDES</b>			<b>1,56%</b>

Fuente: Elaboración propia de acuerdo al prospecto de oferta pública

En los tres casos estudiados de empresas grandes que emitieron obligaciones de largo plazo en el 2018, el costo financiero promedio ponderado de la emisión fue menor al costo financiero de un crédito bancario como se muestra en la *tabla 56*. También se visualiza que el costo financiero de la emisión aumenta a medida que la calificación de riesgo disminuye.

Las empresas grandes que participaron en el mercado de valores a través de la emisión de obligaciones, también tuvieron como ventaja que los recursos financieros obtenidos fueron en mayor volumen al que podían obtener en una institución bancaria. Por ejemplo, el Banco de Pichincha otorga créditos productivos a las empresas grandes hasta por un monto de \$10.000.000, con garantía específica, y debiéndose cubrir gastos por servicios adicionales como, por ejemplo, seguros de las prendas y gastos notariales.

*Tabla 56: Costo Financiero de la emisión de Obligaciones en las empresas grandes*

<b>No</b>	<b>Empresa</b>	<b>Monto emitido</b>	<b>Tasa Interés nominal emisión</b>	<b>Costo financiero emisión</b>	<b>Costo Financiero de un Crédito bancario</b>
1	LA FABRIL S.A.	\$ 25.000.000	(6,75%-7,0%)	7,39%	10,33%
2	ENVASES DEL LITORAL S.A.	\$ 12.000.000	8%	9,93%	10,33%
3	PROCARSA S.A.	\$ 5.000.000	(7,8%;8%;8,5%)	9,85%	10,33%
<b>Costo Financiero Promedio Ponderado</b>				<b>8,41%</b>	<b>10,33%</b>

Fuente: Elaboración propia

Las tres empresas grandes estudiadas que emitieron obligaciones de largo plazo en el mercado principal en el 2018, se caracterizaron por poseer en promedio activos por un valor de \$179.276.500,30, una antigüedad de 60,14 años y un nivel de ventas de \$207.063.697,30. Asimismo, se visualiza en la *tabla 57*, que conforme disminuyen el

nivel de activos, la antigüedad de la compañía y las ventas, el costo financiero de la emisión tiende a incrementarse.

*Tabla 57: Nivel de activos, antigüedad y ventas de tres emisores grandes*

No	Empresa	Activos	Antigüedad (Años)	Ventas	Costo financiero emisión
1	LA FABRIL	\$336.465.055,00	82,80	\$444.968.084,00	7,39%
2	PROCARSA	\$145.432.000,00	52,81	\$120.385.000,00	9,85%
2	ENVASES DEL LITORAL	\$ 55.932.446,00	44,81	\$ 55.838.008,00	9,93%
	<b>Promedio</b>	<b>\$179.276.500,30</b>	<b>60,14</b>	<b>\$207.063.697,30</b>	<b>8,41%</b>

Fuente: Elaboración propia

### 5.10 Resumen de los aspectos relevantes

- En Ecuador el aporte de las pymes es fundamental, según el Directorio de Empresas y Establecimientos (DIEE) a diciembre de 2018 representaron en promedio el 8,7% del total de empresas del país. También este tipo de unidades productivas generaron el 36,7% de los empleos totales y alrededor del 20,2% de los ingresos por ventas. Estas cifras demuestran la importancia socioeconómica de este sector, en este sentido, el sector pymes debe recibir el apoyo necesario por parte del sector público, a través de la implementación de políticas públicas que coadyuven a su fortalecimiento y crecimiento.
- El sistema financiero nacional en el periodo 2016-2017, otorgó créditos a las PYMES de sólo el 5,5% de su cartera. Asimismo, el 87% del crédito se orientó al sector comercial, y solamente el 13% al sector productivo.
- Con respecto a las tasas activas efectivas anuales del sistema financiero privado y de la economía popular y solidaria en el período 2016-2017, las más altas correspondieron a los créditos productivo pymes y comercial prioritario pymes, mientras que las más bajas a los créditos productivo corporativo y comercial pymes.
- En este estudio, se determinó que los principales problemas en una escala de 1 a 5, que más preocupan a las pymes manufactureras de la Provincia de Pichincha, se relacionan con los retrasos en los pagos de los clientes (3,31), insuficiente capacidad instalada (3,30), caída de las ventas (3,27) y elevados costos financieros (3,26). Asimismo, las restricciones financieras más relevantes que tienen las pymes en el momento que se acercan a una institución de intermediación financiera a solicitar

un crédito a largo plazo son las tasas de interés elevadas y requerimientos de diversos tipos de garantías o avales.

- En la nueva Ley de Mercado de Valores vigente desde 2014 con el propósito de desarrollar el mercado de capitales y de ampliar el número de emisores, se creó el Registro Especial Bursátil (Reglamentado en 2016) como un segmento en el cual se negociarán únicamente valores de las pymes y de las organizaciones de la Economía Popular y Solidaria (EPS). A partir de la aprobación de este nuevo reglamento perdió vigencia el Registro Especial de valores no inscritos (REVNI).
- El Registro Especial Bursátil (REB) se diferencia, principalmente, del régimen general en que la calificación de riesgo de los valores es opcional y sólo pueden ser adquiridos por inversionistas calificados. En el caso de las pymes, los estados financieros deben tener auditoría externa sólo si existe obligatoriedad para hacerlo de acuerdo al Reglamento sobre Auditoría Externa expedido por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
- Para las pymes la emisión y mantenimiento de valores en el REB tiene menores costos al igual que el antiguo REVNI, por ejemplo, están exentas del pago al Catastro Público del Mercado de Valores por inscripción y mantenimiento y las comisiones que deben pagar a la Bolsa de Valores son de máximo el 50% del establecido al régimen general.
- Desde 2018 hasta julio de 2019, las pymes ecuatorianas han realizado, únicamente, cinco emisiones de obligaciones de largo plazo con el mecanismo del Registro Especial Bursátil-REB que se encuentra normado desde 2016. De las cinco emisiones de obligaciones de largo plazo que realizaron las pymes utilizando el REB, tres contenían la calificación de riesgo, inclusive una emisión que en el prospecto de oferta pública no constaba, posteriormente, en un adendum incorporó la calificación para que sea más atractiva para los potenciales inversionistas.
- El costo financiero para las cinco empresas que emitieron obligaciones de largo plazo en el REB, osciló entre 12,32% y 12,78%, siendo en promedio del 12,59% anual. Las cinco pymes que emitieron obligaciones de largo plazo en el Registro Especial Bursátil tienen las siguientes características: a) todas son medianas, b) tienen activos en promedio por un valor de 2,6 millones de dólares, c) una antigüedad de 20,7 años, y d) un nivel de ventas de 2,5 millones de dólares.

- Para el caso de las pymes, el costo financiero promedio ponderado de la emisión de obligaciones fue mayor que el costo financiero de un crédito bancario. En cambio, para las compañías grandes el costo financiero promedio ponderado de la emisión fue menor que el costo financiero de un préstamo bancario. Esto es debido al peso relativo de los gastos de emisión y colocación
- El costo financiero de la emisión de obligaciones es más alto para las pymes debido a siguientes razones: 1) El ratio gastos de emisión y colocación/Monto emitido es mayor, 2) los inversionistas exigen una mayor rentabilidad porque estas empresas representan un mayor riesgo ya que tienen un menor tiempo de permanencia en el mercado, y menores niveles de activos y de ventas, 3) la mayoría de pymes que emitieron obligaciones negociables carecen de historial financiero en el mercado de valores, y 4) ratio demanda de valores/oferta de valores menor a 1.

## CAPÍTULO 6: EXPERIENCIAS INTERNACIONALES DE FINANCIAMIENTO DE PYMES EN EL MERCADO DE CAPITALES

En este capítulo se analizan experiencias exitosas de otros países con respecto al financiamiento de las pymes en el mercado de capitales, para determinar los aspectos positivos que podrían replicarse para impulsar el crecimiento del Mercado Alternativo Bursátil ecuatoriano. El estudio se realizó con base en la información de los organismos de regulación y control y de las bolsas de valores de los países analizados

Dado que las pymes requieren un tratamiento particularizado por su menor tamaño, los organismos reguladores del mercado de valores en diferentes países han creado regímenes especiales que contemplan una menor cantidad de requisitos financieros, legales y administrativos a los de la oferta pública del mercado bursátil principal para que el mercado de valores se transforme en una opción real de financiamiento.

En esta línea, se revisaron el Alternative Investment Market (AIM) de Inglaterra y el Euronext Growth de Francia que fueron de los primeros en aparecer en este segmento. En España se destacan los Sistemas Multilaterales de Negociación como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para la negociación de acciones de empresas de reducida capitalización y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

En Argentina, se han implementado los regímenes especiales PYMES CNV y PYMES CNV Garantizada para la emisión de obligaciones, un rol importante en este mercado lo desempeñan las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR). Finalmente, se realizó un análisis comparativo entre el Mercado Alternativo Bursátil y el mercado principal en el caso peruano.

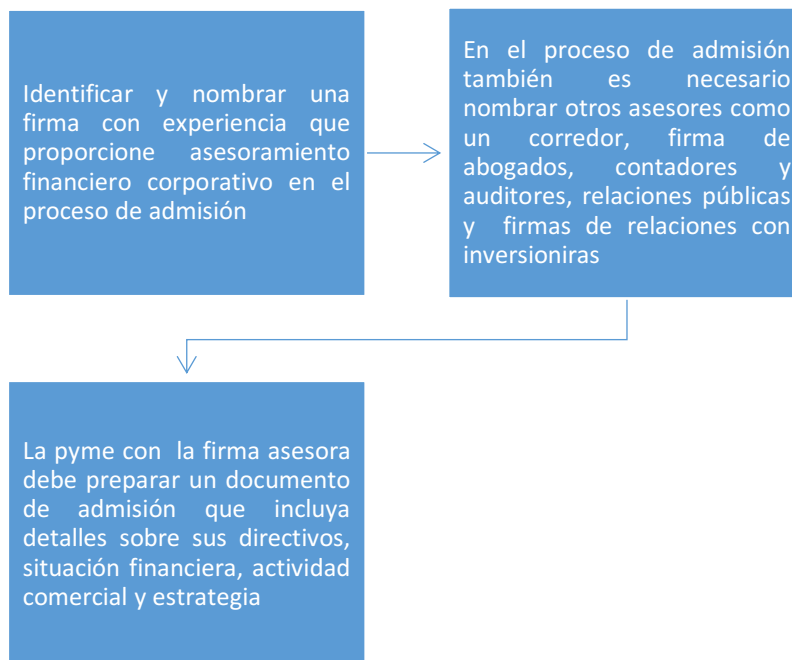
### **6.1 Alternative Investment Market (AIM)**

Los mercados alternativos para pequeñas y medianas empresas nacen en Europa con el objetivo de cubrir el espacio que el mercado bursátil principal para empresas grandes no puede llenar. Reino Unido con el Alternative Investment Market (AIM) y Francia con Euronext Growth, fueron los pioneros en la creación de este segmento del mercado de valores.

En el Reino Unido, el mercado alternativo de inversiones es operado y regulado por la Bolsa de Londres, desde su creación en 1995 se han registrado 3.846 pequeñas y medianas empresas de todo el mundo con potencial de crecimiento elevado. En este sentido, la Bolsa de Londres regula el AIM a través de equipos de regulación y de supervisión. El mercado alternativo ofrece beneficios a las pymes dentro de un entorno regulatorio diseñado, especialmente, en función de sus características particulares. Las reglas en este mercado son concretas y basadas en principios y deben ser cumplidas tanto por las empresas como por los asesores nominados que son una pieza clave. En la figura 24 se muestra los pasos para que una compañía sea admitida en el AIM.

El éxito del AIM descansa en una red de asesores nominados, en los creadores de mercado (Market maker) que actúan como proveedores de liquidez en el mercado secundario y en un marco regulatorio adecuado para las pymes. No se contempla requisitos de entrada relacionados con tamaño mínimo, historial comercial o monto de la oferta. Asimismo, el AIM cuenta con una base sólida de inversores institucionales y minoristas tanto locales como domiciliados en más de 60 países. (London Stock Exchange, 2015)

Para London Stock Exchange (2019a) los asesores nominados son bancos de inversión, empresas de asesoría en finanzas corporativas o empresas de contabilidad autorizadas por la bolsa que brindan asesoramiento financiero corporativo para lo siguiente: 1) evaluar si una empresa es candidata o no para ingreso a este mercado, 2) asesorar en la preparación del documento de admisión, y 3) guiar en el cumplimiento de las obligaciones de las compañías en relación al cumplimiento de las reglas del AIM. En este sentido, las empresas asesoras deben comprender el negocio de la pyme para estar en capacidad de brindar un adecuado soporte acerca del cumplimiento de las reglas del AIM. Este asesoramiento es importante dado el tamaño y naturaleza de las empresas.



*Figura 24: Pasos para que una pyme cotice en el AIM*

En 2007, la cantidad de empresas inscritas en el AIM fue de 1694, el más alto desde su creación, posteriormente, se ha ido reduciendo hasta 923 empresas que cotizaron en el año 2018. La reducción de compañías en este mercado alternativo se debe a que se han producido fusiones, adquisiciones, subidas al mercado principal y liquidación de compañías. A diciembre de 2018, el AIM alcanzó una capitalización bursátil de 91.253,1 millones de libras (London Stock Exchange, 2019b).

## **6.2 Euronext Growth (Antiguo Alternext)**

El Euronext Growth, hasta el 2017 Alternext, es un Mercado alternativo creado en el 2005 por Euronext París, especialmente, para las pymes de alto crecimiento y start-ups con una valoración entre 10 y 200 millones de euros. Es también un sistema multilateral de negociación que permite operar simultáneamente en las otras bolsas de valores miembros. La autoridad reguladora pública o el organismo autorregulador de Bélgica, Francia, Irlanda o Portugal según el caso puede tener jurisdicción sobre un asunto relevante.

Las normas que rigen a este mercado no son tan estrictas como las de cualquier mercado principal como el CAC 40, IBEX o el FTSE. Las empresas pueden acceder mediante oferta pública, colocación privada y admisión directa. El Euronext Growth está diseñado para las pymes, razón por la cual, los costos de inscripción y la tarifa anual se calcula que son un 50% menor que el mercado oficial. Se requiere que el emisor elabore el prospecto o un documento similar, solamente, cuando se trata de oferta pública.

Según Euronext (2019) las empresas que acceden al Euronext Growth tienen que cumplir requisitos para su admisión como tener una antigüedad mínimo de dos años, estados financieros auditados de los dos últimos períodos y un capital de 2.5 millones de euros en caso de oferta pública y una vez inscritas se sujetan al cumplimiento de reglas relacionadas con el gobierno corporativo, por ejemplo, publicar los estados financieros auditados anuales y de medio año. Además, las pymes deben contar con el asesoramiento de un Patrocinador de Cotización (listing sponsor) que es el equivalente a un asesor registrado del AIM que suele ser un banco de inversión o una auditora.

El rendimiento de las empresas que cotizan en el Euronext Growth es medido con el índice bursátil Euronext Growth All-Share. A enero de 2019, hubo 930 pymes cotizando con una capitalización bursátil de más de 130.000 millones de euros.

Para la Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (2017) los organismos reguladores del mercado de valores han asumido un papel trascendental para mejorar la eficiencia de los mercados e impulsar iniciativas que faciliten el acceso de nuevos emisores, mediante la flexibilización de los requisitos de inscripción de ofertas públicas y creando segmentos especiales para las PYMES. En este sentido, se han impulsado estructuras financieras que contribuyen al financiamiento de las PYMES, incluyendo fondos de inversión y procesos de titularización de activos. También los entes reguladores han contribuido creando el marco normativo para reducir los costos de acceso de las PYMES, manteniendo estándares adecuados de protección al inversionista.

### **6.3 Financiamiento de las PYMES en el Mercado Alternativo Bursátil de España**

El mercado de valores español en la actualidad se conforma por los mercados regulados y por los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN).



Los mercados regulados o mercados secundarios oficiales se caracterizan porque funcionan bajo estrictos requisitos y porque intervienen las bolsas de valores. Para el efecto, se consideran el Mercado de Renta Fija pública y privada (AIAF), el Mercado de Renta Variable y el Mercado de Derivados Financieros (MEEF).

En el mercado regulado de Renta Variable se negocian acciones, warrants, certificados y fondos cotizados (ETFs). Mientras que en el Mercado de Renta Fija se negocia la deuda pública del estado, pagarés de empresas, cédulas hipotecarias, bonos corporativos, bonos titulización y bonos verdes. Asimismo, en el mercado de derivados financieros se negocian opciones y futuros sobre acciones individuales, bonos, índices, dividendos y derivados de electricidad.

Los Sistemas Multilaterales de Negociación son operados por una empresa de servicios de inversión o por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial. Como parte de los Sistemas Multilaterales destacan el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). Estos dos mercados son gestionados por Bolsas y Mercados Españoles (BME).

### **6.3.1 El Mercado Alternativo Bursátil (MAB)**

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) inició sus operaciones en el 2009, se creó con el objetivo de dar cabida a las empresas de reducida capitalización cuyo acceso a los Mercados Regulados no hubiera sido posible. En este sentido, para facilitar el acceso a las pymes en crecimiento, el mercado alternativo tiene un marco regulatorio más flexible, costos y procesos adaptados a sus características (Bolsas y Mercados Españoles, 2019).

El Mercado Alternativo Bursátil de acciones es regulado y controlado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y gestionado por Bolsas y Mercados Españoles (BME). Asimismo, El MAB está orientado, principalmente, a los inversionistas institucionales, si bien está disponible también a inversionistas particulares deben contar con un asesoramiento profesional. El objetivo de este mercado es convertirse en un medio de aclimatación para que las compañías que alcancen un tamaño adecuado puedan más adelante cotizar en el mercado secundario oficial.

Según el Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil (2018) de España se consideran valores negociables que pueden incorporarse al Mercado a los siguientes: a) Las participaciones y acciones emitidas por una Institución de inversión Colectiva que se encuentre inscrita en el Registro Público de la CNMV, b) las acciones o valores equivalentes emitidas por las sociedades anónimas, españolas y extranjeras, de reducida capitalización, c) los valores emitidos por las entidades de capital riesgo (ECR) inscritas en el Catastro Público de la CNMV y d) las acciones y valores equivalentes emitidas por Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI).

En relación a los requisitos para que las empresas en expansión se incorporen y permanezcan en el mercado alternativo bursátil español, no se exige un mínimo de edad o un valor mínimo de activos, ingresos por ventas o de empleados a semejanza de otros mercados como el AIM. Sin embargo, su patrimonio o capitalización debe ser menor a 500 millones de euros. Asimismo, las pymes no están obligadas a cumplir con el Código del Buen Gobierno Corporativo. El régimen informativo es más flexible y los costos de incorporación y de mantenimiento son menores comparados con los mercados regulados. Finalmente, el MAB incluye dos figuras novedosas, el Asesor Registrado y el Proveedor de liquidez. *Ver tabla 58*

*Tabla 58: Requisitos de acceso y permanencia en el Mercado Alternativo Bursátil de España*

<b>Requisitos</b>	<b>MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB)</b>
Capitalización	Las sociedades anónimas españolas y extranjeras con una capitalización inferior a 500 millones de euros
Edad	No existe un requisito de antigüedad mínima de la empresa en expansión para ingresar al MAB, sin embargo, las pymes que no cumplan con dos ejercicios completos, deberán presentar proyecciones financieras hasta que su antigüedad alcance dos ejercicios.
Folleto Informativo	Se exige el folleto informativo aprobado por la CNMV o también el Documento Informativo de Incorporación al Mercado Alternativo Bursátil de las acciones emitidas, por ejemplo, cuando la emisión está dirigida a inversionistas institucionales.

Gobierno Corporativo	No existe obligatoriedad para las empresas en expansión del MAB en cuanto a la publicación o cumplimiento del Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo.
Acciones susceptibles de incorporación	Acciones que hayan sido previamente objeto de oferta de venta o de suscripción. Las acciones de los accionistas que representen menos del 5% del capital social, deben representar mínimo dos millones de euros.
Normas Contables	Si la sociedad pertenece a la Unión Europea puede optar por las NIIF ó por el estándar contable nacional del estado miembro al que pertenezca. En cambio, sí la sociedad pertenece a un país no miembro puede optar por las NIIF ó por las US GAAP.
Oferta Pública	El valor estimado de la Oferta Pública y de la Oferta Privada debe ser mayor o igual a 2.000.000 de euros
Asesor Registrado	Se requiere la contratación de un Asesor Registrado por parte de la empresa emisora.
Régimen Informativo	Las PYMES deben suministrar la información financiera semestral sometida, al menos, a una revisión limitada de su auditor e información anual debidamente auditada, así como el informe de gestión
Proveedor de liquidez	Las PYMES deben firmar un contrato con un proveedor de liquidez.
Costos Mercado Alternativo Bursátil	Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación ha aprobado para el MAB una tarifa fija de 6.000 euros más 0,05 por mil sobre la capitalización bursátil de los valores emitidos que resulte del primer precio en el mercado. Posteriormente, por mantenimiento se aplica una tarifa fija anual de 6.000 euros.
Otros costos	Los costos correspondientes al Asesor Registrado y al Proveedor de Liquidez son negociables. Con respecto a los costos de la entidad colocadora dependerán del tamaño y características de la oferta.

---

Fuente: Elaboración propia con base en el Reglamento del Mercado Alternativo de Renta Fija (2018)

**El Asesor Registrado.** La Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial, ha previsto que en la normativa de los Sistemas Multilaterales de Negociación eleva a rango legal la figura del Asesor Registrado. En este sentido, las Empresas en Expansión del

Mercado emisoras de acciones, deben contar con la colaboración de un asesor especializado que esté inscrito en el Registro de Asesores Registrados del Mercado Alternativo Bursátil. El Asesor Registrado cumple un doble papel, por un lado, actúa como asesor de la empresa emisora y, por otro lado, como su controlador en el cumplimiento de sus obligaciones y responsabilidades, lo que se conoce como gatekeeper (Soler, 2015).

El Asesor Registrado (AR) cumple las siguientes funciones: a) Estudiar la idoneidad de la empresa candidata, para ello, revisa que la pyme emisora cumpla con los requisitos exigidos para poder ingresar al Mercado Alternativo Bursátil y le asesora en el proceso de incorporación, y b) Asesorar a las empresas emisoras que se hayan incorporado al MAB, en el cumplimiento de las obligaciones que les corresponda por ser partícipes del mercado y en la elaboración y presentación de la información pertinente (Circular Asesor Registrado en el Mercado Alternativo Bursátil, 2016).

**Proveedor de liquidez.** El objeto de este contrato entre la sociedad emisora y el proveedor de liquidez es facilitar las transacciones y reducir las fluctuaciones en el precio de la acción cuya causa no sea propia de la tendencia del mercado. Asimismo, el Proveedor de Liquidez es el encargado de propiciar que la formación de precios sea lo más eficiente posible, en este sentido, está obligado a mantener posiciones como comprador o vendedor por un valor efectivo mínimo.

El proveedor de liquidez podrá ser una empresa de servicios de inversión o una institución de intermediación financiera, también puede ser un accionista de referencia que no podrá, en ningún momento exigir o recibir información privilegiada. El Proveedor de Liquidez está sujeto al control y supervisión de la Comisión de Supervisión del propio mercado alternativo.

### **Evolución de la Financiación de las Empresas en el MAB**

En la *tabla 59* se observa la evolución de las empresas en expansión incorporadas al Mercado Alternativo Bursátil (MAB), en términos de número de empresas, capitalización bursátil y financiamiento.

Durante el período 2013-2018 el número de empresas emisoras de acciones inscritas en el MAB pasó de 21 en el 2013 a 41 en el 2018. Si bien, no son muchas, la dificultad

para que se incorporen una mayor cantidad está presente en la gran mayoría de mercados de valores de los diferentes países. Sin embargo, es destacable la experiencia del MAB de España en el mercado de renta variable.

*Tabla 59: Evolución del Financiamiento de las Empresas en Expansión en el Mercado Alternativo Bursátil de España*

<b>Año</b>	<b>Número de empresas</b>	<b>Capitalización Bursátil (Millones de Euros)</b>	<b>Financiamiento (Millones de Euros)</b>
2013	21	1.679,30	48
2014	25	1.799,96	140
2015	34	1.811,79	80
2016	36	2.083,40	216
2017	41	1.734,70	133
2018	41	1.318,20	121

Elaboración propia con base en Bolsas y Mercados Españoles (2018)

### **6.3.2 El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)**

El nuevo Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) se creó el 7 de mayo de 2013 con el objetivo de dar cabida a las empresas de menor tamaño, mediante la emisión de valores negociables de renta fija destinados a inversores cualificados. Asimismo, pueden incorporarse al MARF aquellos valores negociables de renta fija emitidos por las sociedades anónimas y otras entidades tanto españolas como extranjeras, que por sus características particulares presentan una mayor dificultad de acceso a los mercados regulados de deuda corporativa mayorista.

El MARF funciona como un Sistema Multilateral de Negociación, situación que lo convierte en un mercado alternativo no oficial similar al Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Asimismo, el MARF es regulado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), ya están sujetas a su aprobación las modificaciones a su reglamentación, y para su conocimiento las circulares e instrucciones operativas que se desarrollen. Mientras que el MARF está dirigido y gestionado por Bolsas y Mercados Españoles Renta Fija (S.A.U.).

El Real Decreto-Ley 4/2013 de apoyo al emprendedor y de estímulo de crecimiento y de la creación de empleo, establece medidas de fomento de la financiación

empresarial. En esta línea, se estipula que, en el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los seguros privados, se permita la inversión con ciertos límites en valores y derechos negociados en el Mercado Alternativo Bursátil, o en otro sistema multilateral de negociación que se concrete mediante real decreto. Adicionalmente, para incentivar la inversión extranjera, ley 10/2017 establece que se encuentran exentas de tributación en España las rentas obtenidas por inversores no residentes.

Para facilitar el acceso a las pymes en crecimiento, los requisitos de incorporación al MARF son más flexibles y los costos son menores que los existentes en los mercados oficiales. En general, no se exige un proveedor de liquidez para los valores emitidos, la Ley de Mercado de Valores establece como excepción que no será necesario el otorgamiento de escritura pública en el caso de emisión de valores que reconozcan deuda que se negocien en un sistema multilateral de negociación. Tampoco es necesaria la inscripción de la emisión en el Registro Mercantil ni su publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME). *Ver tabla 60*

*Tabla 60: Requisitos de acceso y permanencia en el Mercado Alternativo de Renta Fija de España*

<b>Requisitos</b>	<b>MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA (MARF)</b>
Edad	No existe un requisito de antigüedad mínima de la pyme para ingresar al MARF.
Folleto Informativo	Documento Informativo de Incorporación al MARF en Inglés de los valores de renta fija emitidos.
Gobierno Corporativo	No existe obligatoriedad para las empresas que se incorporan al MARF en relación al cumplimiento o publicación del Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo.
Inversionistas	La emisión de valores negociables de renta fija está dirigida únicamente a los inversionistas cualificados <sup>6</sup>
Informe de evaluación crediticia o de riesgo de la emisión	En caso de haber sido solicitado por la empresa emisora o por los inversores partícipes de la emisión

<sup>6</sup> Se consideran inversionistas cualificados institucionales a los bancos, cajas, compañías de seguros, sociedades gestoras de fondos de inversión, entidades gestoras de planes de pensiones, fondos y sociedades de inversión, adicionalmente, las pequeñas empresas y las personas físicas que, cumpliendo ciertos criterios, soliciten ser considerados inversores cualificados.

Normas Contables	Si la sociedad pertenece a la Unión Europea puede optar por las NIIF ó por el estándar contable nacional del estado miembro al que pertenezca o USGAAP.
Oferta Pública	El valor nominal unitario de los valores susceptibles de emisión tendrá un importe mínimo de 100.000 euros o su equivalente. El límite de la emisión para las sociedades de responsabilidad limitada corresponde al doble del patrimonio, excepto que esté garantizada
Asesor Registrado	Se requiere la contratación de un Asesor Registrado por parte de la empresa emisora.
Régimen Informativo	Las PYMES para ingresar deben presentar los estados financieros auditados sin salvedades de los dos últimos ejercicios, excepto para la emisión de bonos para la financiación de Proyectos (Project Bond). Asimismo, de manera continua la información financiera anual junto con el informe de gestión y anunciar los hechos relevantes que pueden afectar el precio de activo emitido
Depósito Central de Valores	Los valores emitidos deben estar inscritos en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores o en otro Depósito Central de Valores.
Costos Mercado Alternativo Renta Fija	Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación ha aprobado para el MARF por derechos de admisión el 0,025 por 1000 sobre el valor nominal, con un máximo de 20.000 euros y un mínimo de 2500 euros. El canón de permanencia es el 0,015 por mil del importe de la emisión con un máximo de 27.000 euros y un mínimo de 2.000 euros (Cuatrecasas, 2018).
Otros costos	Los costos correspondientes al Asesor Registrado. Con respecto a los costos de la entidad colocadora dependerán del tamaño y características de la oferta.

---

Fuente: Elaboración propia con base en (Reglamento del Mercado Alternativo de Renta Fija, 2018) y (Circular-2/2018, 2018)

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) durante el período 2015-2018 experimentó un crecimiento sostenido como se observa en las tablas 61 y 62. En el MARF desde su puesta en marcha hasta el 2018 han acudido a financiarse 57 empresas. Asimismo, se verifica un incremento de la participación de los pagarés con respecto a

los bonos en el saldo vivo al cierre de cada año al pasar de 31,3% en el 2015 al 47,3% en el 2018, como también en el volumen incorporado a cotización de 53,9% en el 2015 al 90,6% en 2018.

*Tabla 61: MARF: Saldo vivo al cierre*  
Período (2015-2018)

<b>Año</b>	<b>Pagarés (Millones de Euros)</b>	<b>Particip. %</b>	<b>Bonos (Millones de Euros)</b>	<b>Particip. %</b>	<b>Total (Millones de Euros)</b>
2015	322,4	31,3%	706,6	68,7%	1.029,00
2016	490,4	30,5%	1.118,00	69,5%	1.608,40
2017	894,6	39,6%	1.365,20	60,4%	2.259,80
2018	1.571,20	47,3%	1.748,90	52,7%	3.320,10
<b>Total</b>	<b>3.278,60</b>	<b>39,9%</b>	<b>4.938,70</b>	<b>60,1%</b>	<b>8.217,30</b>

Elaboración propia con el base en Bolsas y Mercados Españoles (2018)

*Tabla 62: MARF: Volumen incorporado a cotización*  
Período (2015-2018)

<b>Año</b>	<b>Pagarés (Millones de Euros)</b>	<b>Particip. %</b>	<b>Bonos (Millones de Euros)</b>	<b>Particip. %</b>	<b>Total (Millones de Euros)</b>
2015	448,7	53,9%	383,0	46,1%	831,7
2016	1858,2	81,5%	422,0	18,5%	2280,2
2017	3651,6	92,0%	318,0	8,0%	3969,6
2018	5759,6	90,6%	598,0	9,4%	6357,6
<b>Total</b>	<b>11718,1</b>	<b>87,2%</b>	<b>1721,0</b>	<b>14,4%</b>	<b>13439,1</b>

Elaboración propia con el base en Bolsas y Mercados Españoles (2018)

#### **6.4 Financiamiento de las PYMES en el Mercado de Capitales de Argentina**

La Ley de Mercado de Capitales, (2012) tiene como uno de sus objetivos promover el acceso de las pequeñas y medianas empresas al mercado de capitales. Según la Ley antes indicada, la Comisión Nacional de Valores (CNV) es la autoridad encargada de la regulación y control del mercado de valores y está integrada por un Directorio compuesto por cinco vocales designados por la función ejecutiva que duran cinco años en sus funciones y mandatos que pueden ser renovados por períodos sucesivos.

La Ley de Mercado de Capitales No 26.831 faculta a la Comisión Nacional de Valores a establecer regímenes diferenciados de autorización de oferta pública de acuerdo a las



características de los emisores y de los inversionistas. En consecuencia, para motivar el ingreso de las pymes al mercado de capitales, la Comisión Nacional de Valores (CNV) ha implementado los regímenes especiales PYMES CNV y PYMES CNV Garantizada, donde se han simplificado los requisitos en comparación con el Régimen General.

#### **6.4.1 Regímenes especiales de financiamiento para las pymes en el mercado de capitales de Argentina**

Los Regímenes especiales PYMES CNV y PYMES CNV Garantizada operan para facilitar el acceso al financiamiento de las pymes en el mercado de valores de Argentina.

##### **6.4.1.1 Régimen PYMES CNV**

El Régimen PYMES CNV fue aprobado mediante Resolución General No 640/15 de la Comisión Nacional de Valores con fecha 26 de agosto de 2015 ante la imperiosa necesidad de ampliar el universo de pymes que accedan a mejores condiciones de financiación de sus requerimientos de capital de trabajo y de bienes de capital. En el régimen PYMES CNV, se han simplificado los requisitos. *Ver tabla 63*

*Tabla 63: Características del Régimen PYMES CNV en Argentina*

<b>Nro.</b>	<b>Régimen PYMES CNV</b>
1	A las PYMES no se les exige, presentar los estados financieros con base en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFs)
2	Las PYMES no están obligadas a presentar los estados financieros trimestrales, sino anuales e información trimestral con menores requisitos
3	Las PYMES están exoneradas del pago de aranceles por autorización para emitir obligaciones negociables y tasas de fiscalización y control por parte de la Comisión Nacional de Valores.
4	Las PYMES están exceptuadas de tener una comisión fiscalizadora, y en su lugar pueden contar con sindicatura unipersonal
5	Las PYMES están exceptuadas de contar con comité de auditoría, es suficiente la opinión del órgano de fiscalización. Además, no se les exige que cumplan las normas de gobierno corporativo
6	Los valores negociables emitidos por las PYMES CNV sólo pueden ser adquiridos por inversionistas calificados, y deben emitirse máximo por un valor nominal de \$500 millones de pesos argentinos

Fuente: Elaboración propia

Para efectos de este cuerpo legal se considera PYMES CNV, a las empresas constituidas en el país cuyos ingresos totales anuales expresados en pesos no superen ciertos valores establecidos según el sector al que correspondan y que se actualizan de forma permanente. En este Régimen también se establecen límites máximos en pesos argentinos para el valor de las emisiones. Para obtener la autorización de oferta pública de valores, las empresas tienen la posibilidad de enviar la documentación digital a la CNV a través de un acceso directo especial.

Según la Resolución General No 793 de la Comisión Nacional de Valores con fecha 2 de mayo de 2019, se actualizan los valores máximos de ingresos totales anuales expresados en pesos, que no deben superarse para que las empresas sean consideradas como PYMES CNV, para efectos de acceso al mercado de capitales, se muestran en la *tabla 64*. Asimismo, mediante Resolución General No. 790 de 12 de abril de 2019, se actualizan los montos máximos de emisión para las PYMES quedando de la siguiente manera: a) 500 millones de pesos, o su equivalente en otras monedas para el Régimen PYME CNV, y b) 300 millones de pesos, o su equivalente en moneda extranjera, bajo el Régimen PYME CNV GARANTIZADA.

*Tabla 64: Ingresos anuales para calificar como PYME CNV (AR\$)*

Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
431.450.000	1.441.090.000	1.700.590.000	481.570.000	630.790.000

Fuente: Elaboración propia

Al mismo tiempo que se aprobó el Régimen PYMES CNV, mediante Resolución General No. 641 con fecha 31 de agosto de 2015, se creó la Oficina de Asistencia Financiera a las PYMES, cuyo objetivo principal consiste en orientarles en los aspectos financiero, contable y legal para facilitar su ingreso al Régimen PYMES CNV. La asistencia financiera es otorgada de manera gratuita, reduciéndose de esta manera el costo financiero de las emisiones de valores.

#### **6.4.1.2 RÉGIMEN PYME CNV GARANTIZADA (ON SIMPLE)**

El Régimen PYME CNV GARANTIZADA para la emisión de obligaciones negociables, fue aprobado mediante Resolución General No 696 de la Comisión Nacional de Valores con fecha 15 de junio de 2017. Esta nueva regulación tiene como objetivo la simplificación de los procedimientos para la Oferta Pública de las Obligaciones Negociables por parte

de las pymes y de manera electrónica. La fortaleza de este instrumento está en que cuenta con una garantía que puede ser otorgada por las Sociedades de Garantía Recíproca, entidades financieras y fondos de garantía.

Los requisitos para emitir obligaciones negociables simples “ON SIMPLES” son los siguientes: 1) Calificar como PYME CNV, y 2) Obtener una fianza emitida por una Entidad de Garantía que conste en el listado de la Comisión Nacional de Valores (CNV). El proceso para emitir obligaciones negociables (ON) simples se observa en la figura 25.

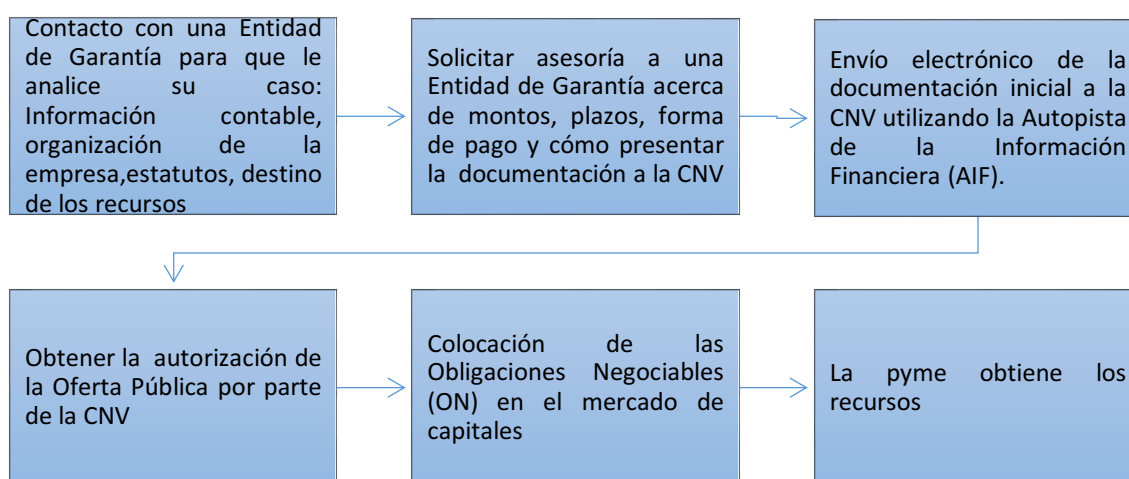


Figura 25: Proceso para emitir la ON Simple

Fuente: Elaboración propia

#### 6.4.2 Análisis comparativo de la emisión de Obligaciones Negociables bajo los Regímenes Especiales Bursátiles PYMES de Argentina y de Ecuador

En la *tabla 65* se realiza un análisis comparativo de la emisión de obligaciones negociables bajo los regímenes especiales bursátiles de Argentina y de Ecuador. En este sentido, para establecer las diferencias y similitudes, se analizaron variables como el monto, el plazo, la garantía, entidad que autoriza, régimen informativo, normas contables, inversor, calificación de riesgo, presentación de los estados financieros, y las comisiones que cobran el ente controlador y la bolsa de valores.

Entre los regímenes PYMES CNV de Argentina y el Registro Especial Bursátil-REB para la emisión de obligaciones negociables existen algunas similitudes, por ejemplo, se fija un monto máximo para la emisión, un ente público autoriza la emisión, pueden ser

adquiridas por inversionistas calificados y la existencia de exoneraciones del pago de comisiones y mantenimiento de su registro en el ente público. Asimismo, se destacan algunas diferencias, por ejemplo, los estados financieros de las pymes emisoras en Argentina se pueden sujetar a las normas locales, mientras que en Ecuador se ajustan a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), no se requiere de estados financieros auditados en Argentina, mientras que en Ecuador son auditados cuando el monto de los activos de la pyme excede los 500 mil dólares, entre otras.

Con respecto al Régimen PYME Garantizada para la emisión de obligaciones negociables es mucho más simple que los otros dos regímenes analizados, ya que no se requiere de la calificación de riesgo de la emisión, en su lugar cuentan con un aval otorgado por una entidad de garantía, el monto de la emisión máximo puede ser de 300 millones de pesos argentinos, por lo demás es similar a la Obligación Negociable PYME CNV.

*Tabla 65: Comparación de la emisión de ON PYMES bajo los regímenes especiales de Argentina y Ecuador*

<b>RÉGIMEN</b>	<b>ON PYME CNV</b>	<b>ON SIMPLE</b>	<b>REB</b>
<b>Monto máximo de emisión</b>	900 millones AR\$ o su equivalente en otra moneda	500 millones AR\$ o su equivalente en otra moneda	80% de los activos libres de gravamen
<b>Plazo</b>	Se determina según las necesidades y capacidad de pago del emisor		
<b>Garantía</b>	General o Específica, agentes de garantía	Aval de una Entidad de Garantía	Garantía general o específica
<b>Entidad que autoriza la emisión</b>	Comisión Nacional de Valores (CNV)		Superintendencia de Compañías
<b>Régimen Informativo</b>	Estados financieros anuales e información trimestral de hechos relevantes con menos requisitos		Trimestral sobre el pago de las obligaciones, semestral de estados financieros, y anual todos los estados financieros con notas
<b>Normas Contables</b>	Normativa local		NIIF
<b>Inversor</b>	Inversor calificado		
<b>Calificación de Riesgo</b>	Calificación de riesgo, según el caso	No existe	Opcional

<b>Estados Financieros Auditados</b>	No se requiere de un comité de auditoría, es suficiente la opinión del órgano de fiscalización.	Es obligatorio para las sociedades que tienen activos que excedan los 500 mil dólares
<b>Prospecto de Oferta</b>	Sí se requiere de Prospecto de Oferta Pública en los tres casos	
<b>Comisiones del ente controlador</b>	Para las pymes existe exoneración para el pago de comisiones por inscripción y mantenimiento de la emisión	
<b>Comisiones de bolsa</b>	Similares al Régimen General	No pueden superar el 50% del establecido al Régimen General

Fuente: Elaboración propia

### 6.4.3 Las Sociedades de Garantía Recíproca (S.G.R.) en Argentina

Para Pla (2011) las teorías relacionadas con la existencia de información asimétrica son las que más han contribuido en los últimos años en la búsqueda de soluciones a la problemática del financiamiento de las pymes tanto en las instituciones de intermediación financiera como en el mercado de capitales. Entre las alternativas existentes para enfrentar la asimetría de información, hay mecanismos de protección como el racionamiento de crédito, las cláusulas contractuales en los contratos financieros, los sistemas de seguimiento y control y las señales (garantías, fondos propios, informes de riesgo crediticio y la calificación de riesgo).

Los sistemas de garantía permiten a los proyectos viables acceder a garantías de calidad evitando que sean rechazados por el sistema financiero. En este sentido, esta falla del mercado motiva a que el estado debería promover como política pública la formación de un sistema de garantías, con base en un diagnóstico previo (Pla, 2011). La existencia de las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) se fundamenta en las restricciones financieras que enfrentan las pymes para acceder al financiamiento tanto en las instituciones de intermediación financiera como en el mercado de capitales.

Las pymes se enfrentan a los fallos del mercado provenientes de la asimetría de información que puede provocar problemas de selección adversa y riesgo moral. Por lo general, la cantidad y calidad de la información financiera disponible es más limitada en el segmento de empresas de menor tamaño. Esta situación provoca racionamiento crediticio que se caracteriza por menores montos de crédito, una mayor tasa de interés,

plazos más cortos, acceso a una menor cantidad de productos financieros y mayores exigencias de garantías.

Por otra parte, las pymes, con frecuencia, presentan escasez de colaterales requeridos por los acreedores. Esta situación dificulta el análisis de riesgo crediticio por parte de las calificadoras de riesgo o por las entidades de crédito. De esta manera, muchas pymes terminan desistiendo a la opción de obtener financiamiento en las instituciones de intermediación financiera o en el mercado de capitales, limitando su potencial de crecimiento. En este sentido, las SGR son un instrumento que ayuda a aumentar la oferta de garantías para las pymes para respaldar la devolución de un crédito y sus intereses en caso de incumplimiento.

En Argentina para facilitar el acceso al crédito a las pymes, se creó en 1995 el sistema de Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) a partir de la ley 24.467 y ha tenido reformas, principalmente, con las leyes 25.300 del año 2000 y 27444 del año 2018. Las SGR tienen como objeto social el otorgamiento de avales bancarios, bursátiles o comerciales a sus socios partícipes o terceros mediante la celebración de contratos regulados en la mencionada ley. En este sentido, las garantías concedidas ayudan a disminuir el riesgo crediticio de los beneficiarios, permitiéndoles acceder a mejores condiciones crediticias en relación a montos, tasas de interés y plazos.

De acuerdo con Kulfas (2009) las SGR otorgan avales a sus asociados, que pueden ser pymes para que estos puedan solicitar crédito a una entidad financiera, banco o mercado de capitales. A la vez, los avales otorgados se encuentran respaldados por el denominado Fondo de Riesgo que puede formar parte de su patrimonio, o bien puede estar constituido como un fondo fiduciario independiente de su patrimonio. La actividad realizada por las SGR se financia a través de las comisiones que cobran a los beneficiarios de las garantías y por el ingreso obtenido por los rendimientos financieros derivados de las inversiones de fondos.

El Sistema de SGR argentino, según Kulfas (2009) se caracteriza por un esquema de incentivos impositivos, por ejemplo, estipula exenciones al impuesto al valor agregado, al impuesto a la renta en los contratos de garantía y a los aportes al fondo de riesgo. Las SGR poseen un régimen jurídico especial, ya que tienen un carácter mutual similar a una

cooperativa, pero la ley les asigna un régimen legal de sociedades mercantiles, que necesita dos tipos de socios para constituirse:

- a) los socios partícipes que son las pymes que solicitan crédito con una participación nunca inferior al 50%
- b) los socios protectores que son personas naturales o jurídicas, públicas o privadas, que realizan los aportes de capital al fondo de garantía con una participación nunca superior al 50%, y que nunca recibirán beneficios del sistema, pudiendo, únicamente, recibir ventajas de tipo impositivo. Ver figura 26

La Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) para el otorgamiento de garantías evaluará el proyecto presentado por la pyme asociada a través de un Comité de Riesgo. La ley establece, además, que las SGR deben brindar asistencia técnica, económica y financiera a las pymes partícipes. Para cerrar el círculo, los beneficiarios deben respaldar sus obligaciones con la SGR a través de contragarantías que pueden ser comerciales, reales o personales. Ver figura 26

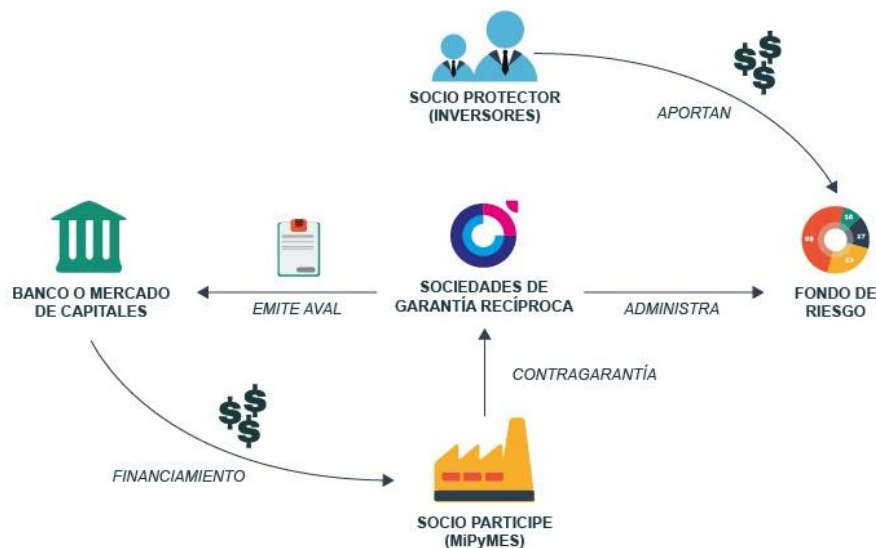


Figura 26: Esquema funcional de una SGR

Fuente: CASFOG (2020)

Las pymes por medio de garantías bursátiles otorgadas por una SGR se han financiado en el mercado de capitales a través del descuento de cheques de Pago Diferido, negociación de pagarés bursátiles o mediante la emisión de obligaciones

negociables (O.N. Simple CNV Garantizada). La información actualizada a septiembre del 2019 acerca de la operatoria de las Sociedades de Garantía recíproca (SGR) se observa en la *tabla 66*.

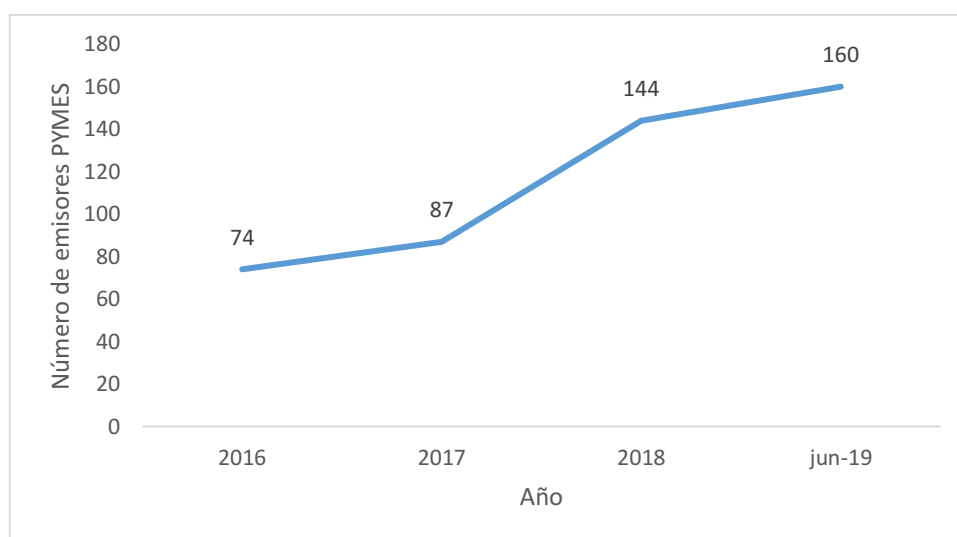
*Tabla 66: Informe Sistema de Garantías*

Cantidad de SGR	43
Total Fondo de Riesgo (MM\$)	25.799
Riesgo vivo total (MM\$)	66.718
Total MiPymes con Garantías vigentes	16.967
Garantías vigentes por acreedor	Bancos 48%; Mercado de Valores 50%; Públicas 1% y Otros 1%
Garantías vigentes por sector	Agropecuario 30%; Industria 23%; Comercio 26%; Servicios 15% y Otros 6%

Fuente: Elaboración propia con base en CASFOG (2019)

#### 6.4.4 Evolución de las pymes emisoras en el mercado de capitales argentino

En el mercado de capitales de Argentina, el número de emisores PYME pasó de 74 en el 2015 a 160 en junio de 2019, su crecimiento se aceleró a partir de la implementación de la Obligación Negociable Simple en agosto de 2017 como se puede observar en la figura 27.



*Figura 27: Evolución de la cantidad neta de emisores PYME en Argentina*

Fuente: Elaboración propia



En la *tabla 67* se observa la distribución de las emisoras PYME CNV según el régimen de emisión, en dónde, por un lado, en el 2018 la mayor parte han emitido títulos de renta fija como las Obligaciones Negociables y los Valores de Corto Plazo en los regímenes PYME CNV y ON simple. Por otro lado, no se observa emisores que hayan emitido acciones en algún régimen especial.

*Tabla 67: Emisoras PYME a diciembre de 2018*

Régimen de emisión	Sólo Obligaciones Negociables (ON)/Valores de Corto Plazo (VCP)	Sólo Acciones	ON/VCP y Acciones	Sin emisión	Total
Régimen PYME CNV	30	0	3	13	46
Régimen ON Simple	63	0	0	10	73
Régimen General	8	10	1	6	25
Total Emisores PYME	101	10	4	29	144

Fuente: Elaboración propia en base al Informe Trimestral a diciembre de 2018 de la CNV

Durante el período 2009- 2017, la participación del financiamiento PYME en el mercado de capitales argentino osciló entre 4,50% y 11,20%. Sin embargo, a partir del 2018 se incrementa de manera considerable su participación hasta alcanzar 28,6% en junio de 2019, gracias a la implementación de la Obligación Negociable Simple, como se puede observar en la figura 28.

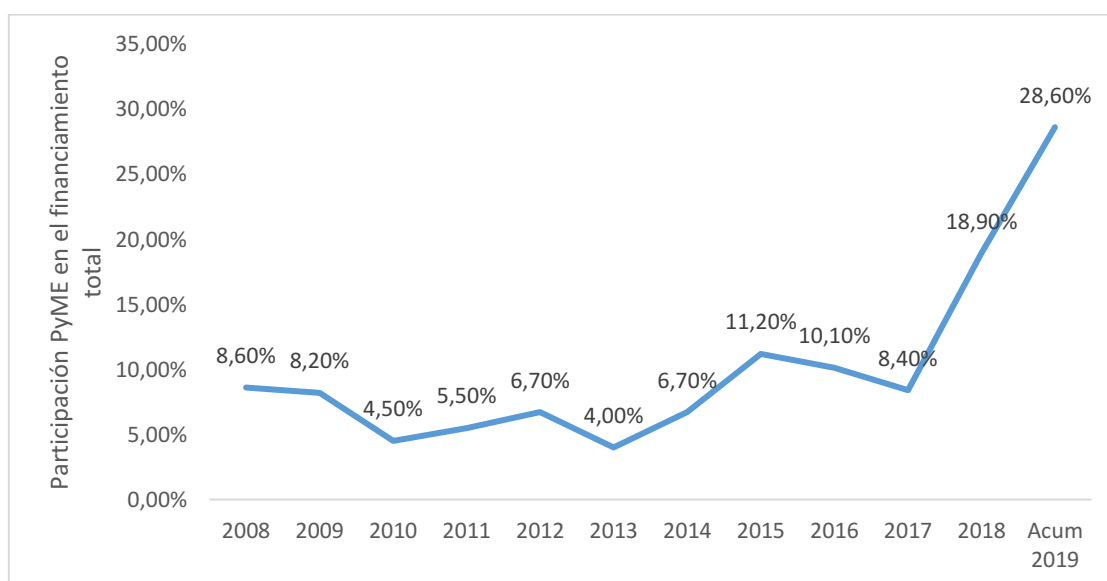


Figura 28: Evolución participación PYME en el Mercado de Valores de Argentina

Fuente: Elaboración propia

## PYMES EMISORAS POR SECTOR ECONOMICO Y PROVINCIA

De las pymes emisoras a diciembre de 2018, el 31,25% pertenecían al sector industrial, 21,53% al sector comercial, 13,19% a servicios financieros, y el restante 34,03% a otros sectores. Ver figura 29.

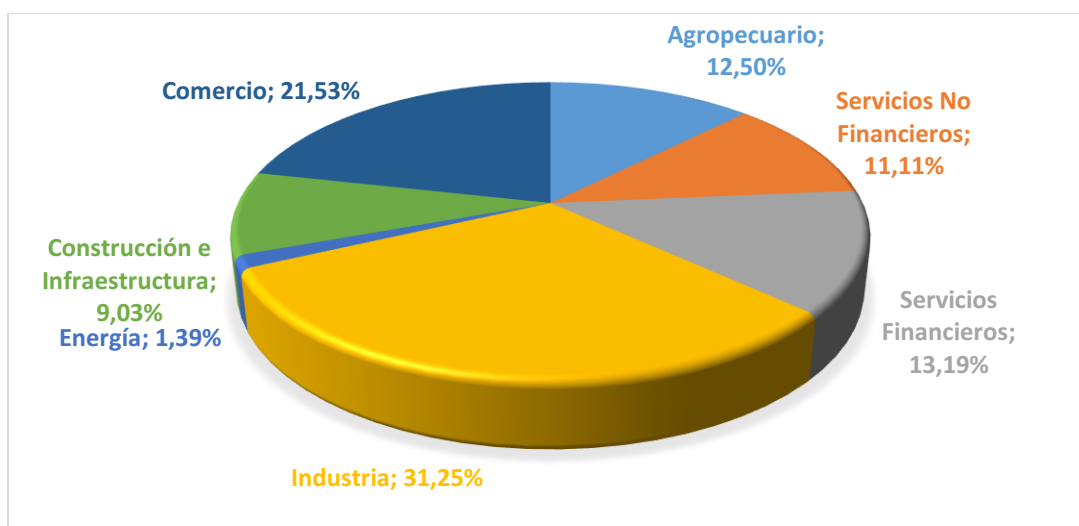


Figura 29: Emisores PYME por sector económico a diciembre de 2018

Fuente: Elaboración propia en base a Informe Trimestral de la CNV

A diciembre de 2018, las pymes emisoras se ubicaron en 17 provincias de Argentina. El 38,89% se ubicaron en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 15,28% en la provincia de Buenos Aires, 11,81% en la provincia de Córdoba, el 10,42% en la provincia de Santa Fe, 5,56% en la provincia de Mendoza y el 18% en el resto de provincias. Es decir, el 82% de las pymes emisoras están concentradas en cinco provincias.

### 6.4.5 La Oferta Pública de las pymes emisoras en el mercado de capitales de Argentina

El financiamiento de las pymes en el Mercado de valores de Argentina en el período 2016-2018 creció en pesos corrientes a una tasa promedio del 48,4% anual como se puede verificar en la *tabla 68*.

#### Cheques de Pago Diferido

La negociación del cheque de pago diferido en el mercado de capitales de Argentina fue aprobada mediante Resolución General No. 452/2003 de la Comisión Nacional de Valores (CNV). Este instrumento canalizó la mayor cantidad de recursos, explicando más

del 71% del financiamiento de las pymes. El sistema de descuento de cheques de pago diferido permite a quien tiene cheques por cobrar que vencen en el futuro adelantar su cobro vendiéndoles en el mercado. El plazo máximo de pago desde la creación de un cheque de esta naturaleza es de 360 días, y el mínimo de 30 días. Los cheques de pago diferido pueden ser patrocinados o avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca, un fondo de garantía o una institución financiera. De esta manera, se logra reducir el riesgo crediticio y la pyme consigue acceder en condiciones más favorables.

Como lo hace notar CONAVAL SÍ (2019) las empresas suelen utilizar el aval cuando no disponen de suficientes activos para garantizar un crédito, aunque también es útil para las de reciente creación, que todavía no tienen un historial crediticio con las instituciones financieras. En este sentido, las empresas para obtener un aval de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) presentan un proyecto de inversión, los estados financieros y las proyecciones de crecimiento.

### **Fideicomisos financieros**

Otro instrumento preferido por las PYMES fue el Fideicomiso Financiero con una participación del 14,31% durante el período analizado. Con este medio de financiación se convierten activos ilíquidos en líquidos, y brinda la posibilidad de que puedan asociarse las pymes por sectores o regiones para reducir los costos fijos y el riesgo por la dispersión. De esta manera, una empresa aun teniendo dificultades, pero con buenos flujos de caja proyectados puede ingresar al sistema.

Como expresa la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (2019) el fideicomiso financiero es un instrumento que permite al inversor participar en un proyecto determinado a través de la colocación de deuda o de una participación de capital. La característica del fideicomiso es que se constituye a partir de un patrimonio separado de la empresa que lo genera. Existen fideicomisos financieros sobre proyectos productivos, exportaciones de materias primas, créditos hipotecarios, ventas a crédito de bienes de consumo, entre otros.

### **Pagarés Bursátiles y Obligaciones negociables**

La emisión de pagarés bursátiles representó una participación de sólo el 7,11% y la de Obligaciones negociables el 6,86% de la oferta pública de las pymes en el período 2016-

2018, pese a las facilidades que ofrece el marco regulatorio, esta situación se debió, principalmente, al entorno macroeconómico de Argentina que provocó que las empresas se enfoquen más en el corto plazo.

El pagaré bursátil es un título valor que representa deuda para una empresa, su instrumentación es similar a la del cheque de pago diferido, sólo que su plazo va de 180 días a 3 años y son avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) o por un fondo de Garantía. En cambio, las obligaciones negociables son valores que también representan deuda, que permiten a las empresas obtener financiamiento en mayores montos y plazos que cuando emiten pagarés, debiendo pagar intereses y amortizar el capital de manera gradual o al vencimiento.

*Tabla 68: Evolución de la Oferta Pública de emisoras PYME en millones de pesos*

<b>Año</b>	<b>2016</b>	<b>%</b>	<b>2017</b>	<b>%</b>	<b>2018</b>	<b>%</b>	<b>PROM (%)</b>
Cheques de Pago Diferido	14532	74,17%	17087	67,61%	31128	73,39%	71,72%
Fideicomisos Financieros	3578	18,26%	4117	16,29%	3553	8,38%	14,31%
Pagarés bursátiles	212	1,08%	2271	8,99%	4777	11,26%	7,11%
Obligaciones Negociables	1271	6,49%	1798	7,11%	2959	6,98%	6,86%
<b>Total</b>	<b>19593</b>	<b>100%</b>	<b>25273</b>	<b>100%</b>	<b>42417</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia en base Informes Trimestrales a diciembre de la CNV

El financiamiento de las pymes en el mercado de capitales, medido en dólares estadounidenses del 2016 al 2017 creció a una tasa del 15%, mientras que del 2017 al 2018 decreció a una tasa del 0,7%. Durante el período 2016-2018, únicamente, se incrementó el valor emitido de cheques de pagos diferidos y de pagarés avalados como se observa en la *tabla 69*.

*Tabla 69: Evolución de Oferta Pública de las PYMES en millones de dólares corrientes*

<b>Año</b>	<b>2016</b>	<b>%</b>	<b>2017</b>	<b>%</b>	<b>2018</b>	<b>%</b>
Cheques de Pago Diferido Avalados	981,3	74,17%	1027,7	67,61%	1107,4	73,39%
Fideicomisos Financieros	241,6	18,26%	247,6	16,29%	126,4	8,38%
Pagarés	14,3	1,08%	136,6	8,99%	169,9	11,26%
Obligaciones Negociables	85,8	6,49%	108,1	7,11%	105,3	6,98%
<b>Total</b>	<b>1323,0</b>	<b>100,00%</b>	<b>1520,0</b>	<b>100,00%</b>	<b>1509,0</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia en base Informes Trimestrales a diciembre de la CNV

Con el objetivo de impulsar el financiamiento de las pymes, la Superintendencia de Seguros de Argentina, mediante Resolución 515/2019, en el artículo 4 dispone que las compañías aseguradoras y reaseguradoras deberán invertir un mínimo del 5% y hasta un máximo del 20% del total de sus inversiones en los siguientes instrumentos

financieros: a) fondos de inversión pyme autorizados por la CNV, b) cheques de pago diferido avalados por SGR, c) facturas electrónicas mipymes que se negocien en el mercado de capitales, d) pagarés avalados emitidos para negociación en el mercado de valores, e) obligaciones negociables emitidas por Pymes y f) fideicomisos financieros pymes, entre otros.

En el mismo sentido, el artículo 21 del anexo de la resolución 455/2018 de la Secretaria de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa estipula que las SGR deben destinar mínimo 3% hasta máximo 15% del Fondo de Riesgo a la adquisición de instrumentos de financiación pymes autorizados por la CNV.

### **6.5 Financiamiento de las pymes en el Mercado Alternativo de Valores de Perú**

Según el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores, (2012) publicado en junio de 2012, el Mercado Alternativo de Valores (MAV) es un segmento del mercado de valores creado por la Superintendencia de Mercado de Valores para la realización de ofertas públicas primarias y secundarias de valores representativos de deuda y de valores representativos de capital social emitidos por las pymes en el mercado de valores. El Mercado Alternativo Bursátil peruano se caracteriza por la flexibilidad en los requisitos de inscripción y de revelación de información periódica, así como por menores costos de emisión con respecto al mercado principal como se observa en la *tabla 70*.

El mercado alternativo peruano está direccionado, únicamente, para empresas domiciliadas en este país, con ingresos anuales que no excedan en los últimos cinco años, los 350 millones de soles o su equivalente en dólares americanos. Si una empresa tiene menos de cinco años de existencia, se considerará el promedio de los ingresos durante el período disponible. En este sentido, los ingresos máximos de 350 millones de soles equivalentes a 106 millones de dólares de 2018, facilitan el acceso incluso a las empresas de mayor tamaño. Mientras tanto, en países como Ecuador, el Mercado Alternativo está dirigido a las pequeñas y medianas empresas con ingresos por ventas de hasta cinco millones de dólares.

La calificación de riesgo de los instrumentos de deuda a largo plazo es optativa, cuando la emisión está dirigida de manera exclusiva a inversionistas institucionales. Para el caso de emisiones de instrumentos financieros de corto plazo, la calificación de riesgo

no es un requisito, si el emisor tiene una calificación normal en los últimos cuatro trimestres por parte de la Central de Riesgos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

*Tabla 70: Comparación de la emisión bajo los regímenes principal y alternativo en el Perú*

<b>Requisitos</b>	<b>Mercado Principal</b>	<b>Mercado Alternativo Bursátil (MAV)</b>
<b>Requisitos de ingreso</b>		
Memoria Anual	2 últimos ejercicios previos al ingreso	Último ejercicio económico
Entidad que autoriza la emisión	La SMV autoriza la inscripción del valor en el RPMV	La SMV autoriza la inscripción del valor en el RPMV
Inscripción en la Bolsa de Valores	Obligatorio	De ser el caso
Buen Gobierno Corporativo	Desde el inicio	Al tercer año de la fecha de colocación
Estados financieros anuales auditados	2 últimos ejercicios previos al ingreso	Último ejercicio
Normas contables	NIIF	Adecuación a las NIIF en la siguiente presentación de información financiera auditada
Prospecto de Oferta	Obligatorio	Obligatorio
<b>Información periódica</b>		
Calificación de Riesgo	2 informes semestrales	Optativa si la emisión de deuda a largo plazo es dirigida a inversionistas institucionales y acreditados
Reporte de información financiera	Estados financieros trimestrales no auditados y anuales auditados	Estados financieros trimestrales o semestrales no auditados y anuales auditados según prospecto

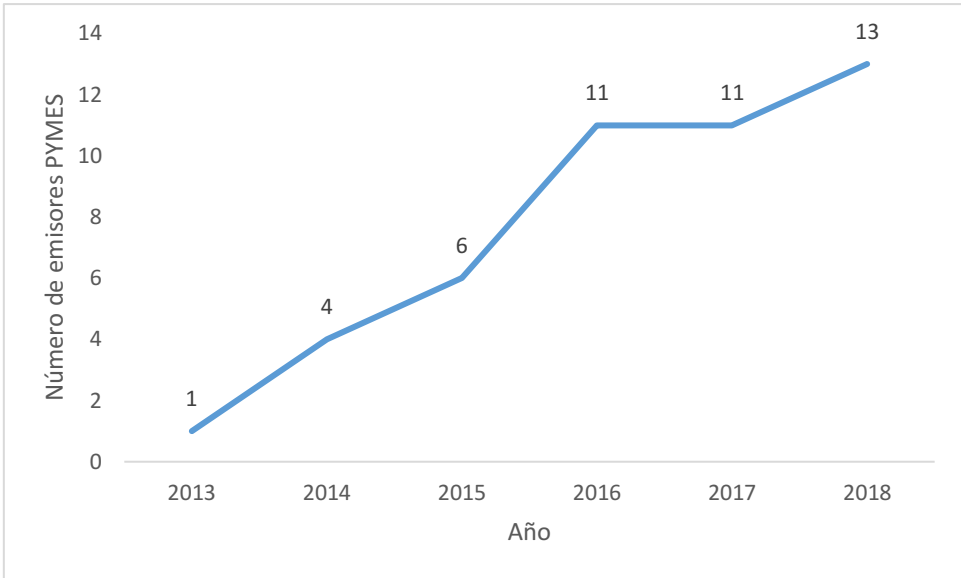
Comisiones de bolsa, Registro Central de Valores y Liquidación y Superintendencia del Mercado de Valores	Régimen general	No pueden superar el 50% del establecido al Régimen General
Reporte de Sostenibilidad Corporativa	Si	No

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo con la Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (2017), las empresas para participar en el Mercado Alternativo de Valores no requieren un período mínimo de existencia, facilitando el acceso a las recién constituidas. En este sentido, para su inscripción sólo se necesita la última información anual auditada y la última información semestral no auditada. Asimismo, el mercado alternativo peruano simplifica los trámites de inscripción de valores, disminuyendo el plazo máximo de inscripción de valores en el Registro Público del Mercado de Valores, de 30 días que exige el Régimen Principal a sólo 15 días. Para ello, se han disminuido los requisitos de inscripción y se han creado formatos para todos los documentos requeridos para realizar una oferta pública

### **6.5.1 Evolución del Mercado Alternativo de Valores de Perú**

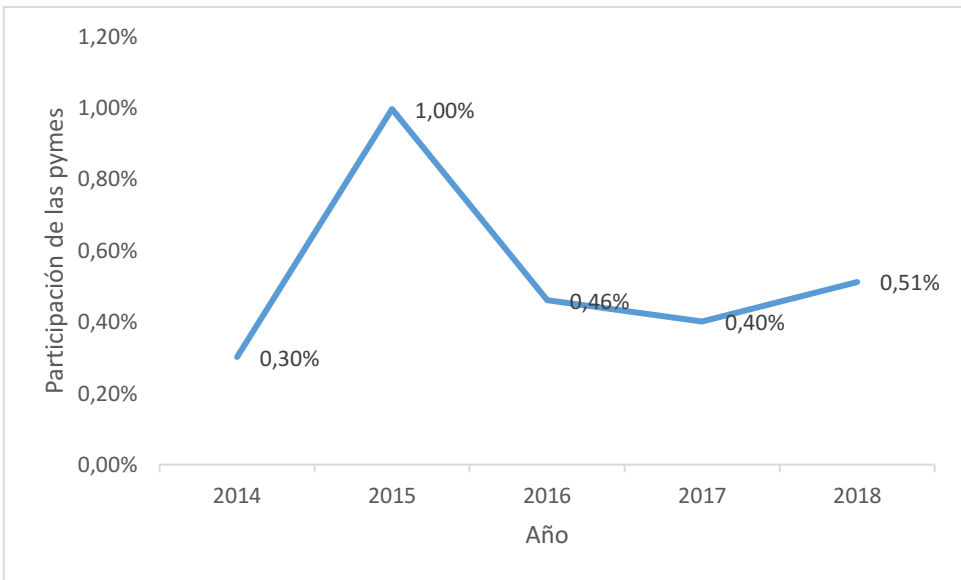
En el Mercado Alternativo de Valores (MAV) de Perú, el número de pequeñas y medianas empresas enlistadas pasó de una en el 2013 a trece en el 2018 como se muestra en la figura 30. Si bien el número de pymes peruanas inscritas en el mercado de valores ha crecido en el período 2013-2018, es bajo comparado con otros países, por ejemplo, en Argentina estuvieron inscritas 144 pymes a diciembre de 2018.



*Figura 30: Evolución de la cantidad neta de emisores PYME en Perú*

Fuente: Elaboración propia

En el período 2014- 2018, el financiamiento de las PYMES en el mercado de capitales peruano osciló entre 0,3% y 1% con respecto al total de la oferta pública. Esta participación es baja, si se le compara con otros países, por ejemplo, con Argentina en dónde el mercado alternativo bursátil representó el 18,9% en el 2018. Ver figura 31.



*Figura 31: Evolución de la participación del financiamiento PYME en el Mercado de Capitales de Perú*

Fuente: Elaboración propia



Durante el período 2014-2018, la oferta pública proveniente de las pequeñas y medianas empresas peruanas se caracterizó por la emisión en mayores montos de instrumentos de deuda de corto plazo como facturas comerciales, letras de cambio, pagarés y papeles comerciales. Asimismo, las pymes emitieron en menor medida bonos corporativos. Ver tabla 71

*Tabla 71: Evolución de la Oferta Pública de las PYMES Peruanas en miles de dólares*

Año	2014	%	2015	%	2016	%	2017	%	2018	%
Instrumentos de corto plazo	11879	100%	29718	71,24%	14081	82,66%	9771	83,01%	20884	90,53%
Bonos Corporativos	0	0%	12000	28,76%	2954	17,34%	2000	16,99%	2185	9,47%
Total	11879	100%	41718	100%	17035	100%	11771	100,00%	23069	100,00%

Fuente: Elaboración propia con base en las estadísticas de la SMV

Con respecto a la demanda de valores emitidos por las pymes, esta fue 1,54 veces el monto ofertado en el período 2014-2018. En este sentido, el ratio Demanda/Oferta refleja el éxito que ha tenido la oferta pública de valores en el mercado alternativo de valores peruano, ya que brinda un adecuado nivel de seguridad a los inversionistas. Ver tabla 72.

*Tabla 72: Ratio Demanda/Oferta Pública de las PYMES Peruanas (En miles de US\$)*

Año	2014	2015	2016	2017	2018	Período 2014-2018
Demanda (D)	25.604,8	50.295	38.880,1	20.396,1	26.845,2	162.021,2
Oferta Pública (O)	11.879	41.718	17.035	11.771	23.069	105.472
Ratio D/O	2,16	1,21	2,28	1,73	1,16	1,54

Fuente: Elaboración propia con base en las estadísticas de la SMV

El Ratio Demanda/Oferta de 1,54 del mercado alternativo peruano es mejor comparado con 0,70 del mercado alternativo bursátil de Ecuador, como se observa en la tabla 73. El mayor atractivo del mercado alternativo bursátil peruano para los inversores parecería deberse a que es más exigente. En este sentido, el emisor peruano, para acceder y mantenerse debe elaborar la memoria anual, los estados financieros deben tener auditoría externa en todos los casos, tienen un plazo de 3 años para cumplir con los lineamientos del buen gobierno corporativo y la calificación de riesgo de los títulos emitidos es opcional sólo si está orientada a inversionistas institucionales.

*Tabla 73: Ratio Demanda/Oferta Pública de las PYMES Ecuatorianas*

<b>Año</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Período 2018-2019</b>
Demanda (D) en US\$	2.595.280,97	1.230.936,67	3.826.217,64
Oferta Pública (O) en US\$	3.700.000,00	1.750.000,00	5.450.000,00
Ratio O/D	0,70	0,70	0,70

Fuente: Elaboración propia con base en las estadísticas de la BVG

## **6.6 Resumen de los aspectos relevantes**

El mercado alternativo de inversiones (AIM) operado y controlado por la Bolsa de Valores de Londres para pequeñas y medianas empresas de todo el mundo fue creado en 1995. El éxito del AIM descansa en una red de asesores nominados, en los creadores de mercado (Market maker) que actúan como proveedores de liquidez en el mercado secundario y en un marco regulatorio adecuado para las pymes.

El Euronext Growth, hasta el 2017 Alternext es un mercado alternativo creado en el 2005 por Euronext París, es un sistema multilateral de negociación diseñado para pymes de alto crecimiento y start-ups con una valoración entre 10 y 200 millones de euros. Al igual que el AIM las pymes cuentan con el asesoramiento de un Patrocinador de Cotización (listing Sponsor). Los costos de inscripción y la tarifa anual representan, aproximadamente, el 50% con respecto al mercado oficial, existen requisitos de admisión en relación a su tamaño, antigüedad e información disponible. Una vez inscritas deben cumplir con las reglas del gobierno corporativo.

En España los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) son regulados y controlados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y gestionados por Bolsas y Mercados Españoles (BME). Para facilitar el acceso a las empresas en expansión, el mercado alternativo tiene un marco regulatorio más flexible, menores costos con respecto a los mercados regulados y procesos adaptados a sus características.

En el MAB las pymes no están obligadas a cumplir con el Código del Buen Gobierno Corporativo. Al igual que el AIM, el MAB incluye las figuras del Asesor Registrado y del Proveedor de Liquidez. El Prospecto debe ser aprobado por la CNMV cuando la emisión está dirigida al público en general, en caso contrario, solamente, por Bolsas y Mercados

Españoles (BME). Una vez registradas las pymes deben presentar la información anual auditada y el respectivo informe de gestión.

El Real Decreto 4/2013 de apoyo al emprendedor establece medidas de fomento a la financiación empresarial. En este sentido, el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, permite la inversión con ciertos límites en valores provenientes de los mercados alternativos. Adicionalmente, para incentivar la inversión extranjera en la ley 10/2017 se establece que se encuentran exentas de tributación en España las rentas obtenidas por inversores no residentes.

Para facilitar el acceso de las empresas en expansión en el MARF, en general, no se exige un proveedor de liquidez, tampoco será necesario el otorgamiento de escritura pública y la inscripción en el Registro Mercantil de los valores emitidos que reconozcan deuda. El informe de evaluación crediticia o de calificación de riesgo de la emisión se requiere si es solicitado por la empresa emisora o por inversores.

Asimismo, las pymes en el MARF requieren de un asesor registrado, los valores deben estar inscritos en un Depósito Central de Valores, el valor unitario de cada título emitido mínimo de 100.000 euros y el documento informativo de incorporación debe estar en idioma inglés.

Entre los regímenes PYMES CNV de Argentina y el Registro Especial Bursátil-REB para la emisión de obligaciones negociables hay algunas similitudes, por ejemplo, monto máximo para la emisión, un ente público que autoriza la emisión, pueden ser adquiridas por inversionistas calificados y la existencia de exoneraciones del pago de comisiones y mantenimiento de su inscripción en el ente público. Asimismo, se destacan algunas diferencias, por ejemplo, los estados financieros de las pymes emisoras en Argentina se pueden sujetar a las normas locales, mientras que en Ecuador cumplen con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), no se requiere de estados financieros auditados en Argentina, mientras que en Ecuador si, cuando el monto de los activos de la pyme excede los 500 mil dólares, entre otras.

El régimen PYME CNV Garantizada para la emisión de obligaciones negociables fue aprobado por la CNV de Argentina en el 2017. La fortaleza de este nuevo instrumento financiero está en que cuenta con un aval que puede ser otorgado por una Sociedad de

Garantía Recíproca (SGR), entidad financiera o fondo de garantía, razón por lo cual no se requiere la calificación de riesgo de la emisión. Para agilizar el proceso la pyme envía la documentación inicial a la CNV por medio de la Autopista de la información financiera (AIF).

En la Argentina las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) tienen como objeto social el otorgamiento de avales bancarios, bursátiles o comerciales a sus socios partícipes o terceros mediante la celebración de contratos regulados. Las garantías concedidas ayudan a disminuir el riesgo crediticio de las pymes, permitiéndoles acceder a mejores condiciones en relación a montos, tasas de interés y plazos. Adicionalmente, mediante este mecanismo disminuye también el costo de emisión y colocación.

Las pymes por medio de garantías bursátiles otorgadas por una SGR se han financiado en el mercado de capitales a través del descuento de cheques de Pago Diferido, negociación de pagarés bursátiles o mediante la emisión de obligaciones negociables (O.N. Simple CNV Garantizada).

En el mercado de valores de Argentina, la cantidad de pymes inscritas pasó de 74 en el 2015 a 160 en junio de 2019, su crecimiento acelerado se debió, principalmente, a la implementación de la Obligación Negociable Simple en el 2017. Durante el período 2009- 2017, la participación del financiamiento PYME en el mercado de capitales argentino osciló entre 4,50% y 11,20%. Sin embargo, a partir del 2018 su participación se incrementó hasta representar el 28,6% del financiamiento en el 2019, gracias a la implementación de la Obligación Negociable Simple.

Con respecto a la oferta pública de las pymes en el Mercado de Valores de Argentina, en el período 2016-2018 creció a una tasa promedio del 48,4% anual en pesos corrientes. El cheque de pago diferido avalado, canalizó la mayor cantidad de recursos, explicando más del 71% del financiamiento de las pymes. Otro instrumento preferido por las pymes fue el fideicomiso financiero con una participación del 14,31% durante el período analizado. La emisión de pagarés representó sólo el 7,11% y la de obligaciones negociables el 6,86% del total de la oferta pública de las pymes en la Argentina en el período 2016-2018, pese a las facilidades que ofrece el marco regulatorio.

Para impulsar la demanda de valores emitidos por las pymes, la Superintendencia de Seguros de Argentina, mediante Resolución 515/2019, dispuso que las compañías aseguradoras y reaseguradoras deberán invertir un mínimo del 5% y hasta un máximo del 20% del total de sus inversiones en valores emitidos por las pymes autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Asimismo, en la resolución 455/2018 de la Secretaria de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa se establece que las SGR deben destinar mínimo 3% hasta máximo 15% del Fondo de Riesgo a la adquisición de instrumentos de financiación pymes autorizados por la CNV.

El Mercado Alternativo de Valores (MAV) peruano es un segmento del mercado de valores creado por la Superintendencia de Mercado de Valores para la realización de ofertas públicas primarias y secundarias de valores representativos de deuda y de valores representativos de capital social emitidos por las pymes en el mercado de valores. El MAV peruano se caracteriza por la flexibilidad en los requisitos de inscripción y de revelación de información periódica, así como por menores costos de emisión con respecto al mercado principal.

La calificación de riesgo de los instrumentos de deuda a largo plazo es optativa en el mercado alternativo peruano, cuando están dirigidos de manera exclusiva a inversionistas institucionales. Existe flexibilidad en el plazo para el cumplimiento de ciertos requisitos. Además, las pymes deben presentar los estados financieros auditados tanto para ser admitidas como para permanecer en el MAV. En relación a las comisiones que cobran la bolsa, el Registro Central de Valores y Liquidación y la Superintendencia del Mercado de Valores no pueden superar el 50% de las establecidas para el régimen general.

## CAPÍTULO 7: ANÁLISIS DE DATOS

Este capítulo tiene como objetivo determinar los principales factores que inciden en el financiamiento de las PYMES en el mercado de valores ecuatoriano. En la primera parte se explican los hallazgos obtenidos en las 14 entrevistas realizadas a informantes calificados. Este levantamiento previo de información cualitativa tuvo como propósito identificar: a) los factores ambientales o del entorno, b) los factores de oferta de valores y c) los factores de demanda de valores.

Para la realización de la investigación de campo, en primer lugar, se identificó a las partes interesadas (Stakeholders) quienes están directa o indirectamente relacionados con el financiamiento de las pymes en el mercado de valores, tal como se muestra en la figura 32. En segundo lugar, se realizaron entrevistas a los representantes de las Casas de Valores, Inversionistas institucionales, calificadoras de riesgos, Superintendencia de Compañías, Bolsa de Valores, emisores pymes, Cámara de la Pequeña y Mediana Empresa de Pichincha (CAPEIPI) y universidades. Finalmente, se presentan los resultados de las 259 encuestas realizadas a las pymes manufactureras de la Provincia de Pichincha.

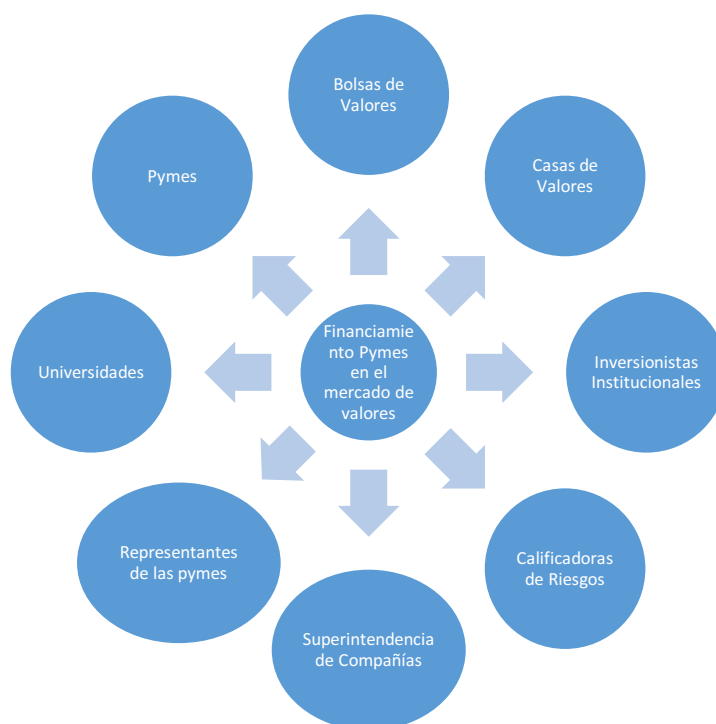


Figura 32: Partes interesadas financiamiento pymes en el Mercado de Valores

Fuente: Elaboración propia

Mediante el análisis univariado se determinaron la estructura de la propiedad, las fuentes de financiamiento, la cultura bursátil, la transparencia de la información y el marco institucional en que se desenvuelven las pymes. Posteriormente, en el análisis bivariado se utilizaron variables categóricas como edad, constitución del capital, estructura de la propiedad, tamaño, estados financieros y mercado de valores, para establecer si existe o no asociación entre las variables, obteniéndose importantes resultados.

### **7.1 Análisis de datos cualitativos**

En este apartado se explican los principales hallazgos obtenidos, a través de 14 entrevistas realizadas a informantes calificados dentro del ámbito del financiamiento de las pymes en el mercado de valores. Este relevamiento previo de información cualitativa, sirvió como insumo para el diseño de instrumentos que sirvieron de base para la captura de datos cuantitativos. También estos datos cualitativos ayudaron a reforzar la explicación del análisis cuantitativo de los datos y de las conclusiones finales de esta investigación.

En la figura 33, se muestran los factores relacionados con el financiamiento de las pymes en el mercado de valores ecuatoriano con base en las entrevistas realizadas a informantes calificados.

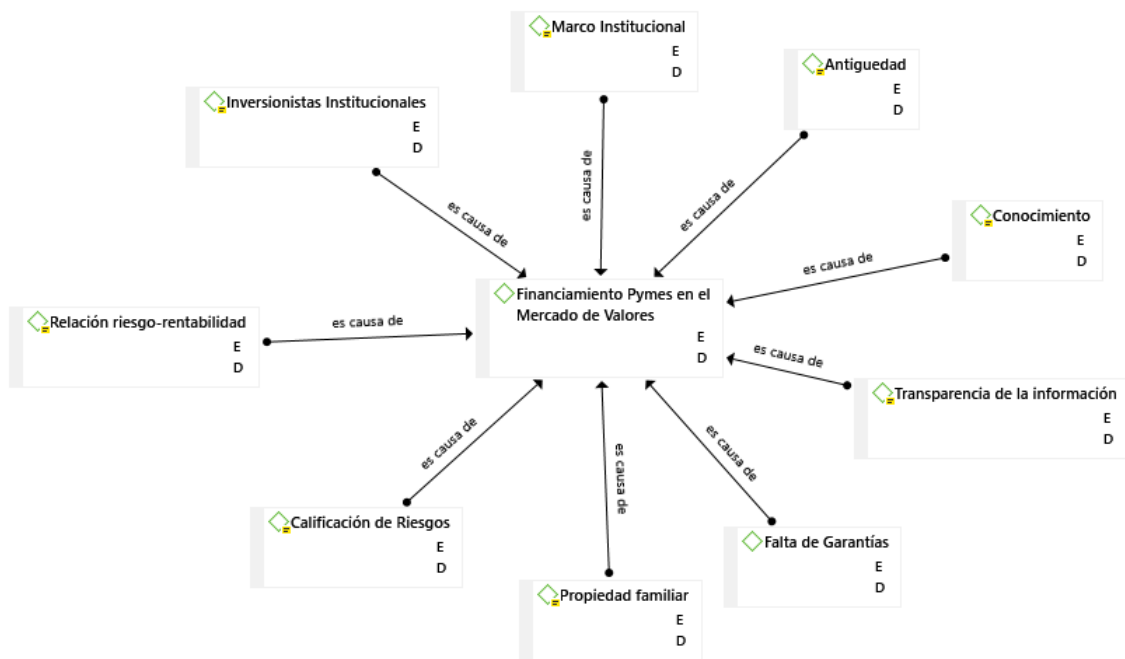


Figura 33: Factores determinantes del Financiamiento Pymes en el Mercado de valores según entrevistas

Fuente: Investigación de campo

### 7.1.1 Factores ambientales o del entorno que intervienen en el financiamiento de las pymes en el mercado de valores.

Para la explicación de los factores del entorno, con base en el análisis de la información receptada se identificó al marco institucional-legal del mercado de valores

- **Marco Institucional-Legal del Mercado de Valores**

Para las pymes, el marco legal y normativo es menos exigente comparado con las empresas grandes para facilitar su acceso al mercado de valores. Por ejemplo, la calificación de riesgos no es obligatoria, incluso hay ciertos costos de emisión y mantenimiento que se reducen a la mitad y otros que se eliminan, para promover el ingreso de las pequeñas y medianas empresas al mercado.

Se requiere una mayor coordinación entre las bolsas de valores y la Superintendencia de Compañías para adaptar los productos financieros existentes a las pymes, considerando sus características particulares al momento de diseñar instrumentos de financiación.



## **Factores de oferta.**

Para la explicación de los factores de oferta, sobre la base del análisis de la información receptada se identificó el tamaño y edad de una empresa, la cultura financiera de las pymes, la disponibilidad de información, las garantías disponibles y la propiedad familiar

- **Tamaño y edad de una empresa**

Las fuentes de financiamiento están relacionadas con el tamaño y edad de las empresas, especialmente, cuando durante su vida se han desarrollado relaciones con el sector financiero, porque se ha generado un historial crediticio.

Las empresas durante su ciclo de vida se financian al inicio, principalmente, con recursos propios, de amigos o de una institución financiera del sector público; más adelante conforme van creciendo en tamaño y edad acuden a las instituciones privadas de intermediación financiera y, posteriormente, podrán ingresar al mercado de capitales a financiarse con la emisión de valores.

- **Cultura Financiera de las pymes.**

Entre los factores de oferta, la cultura financiera fue el más resaltado por los informantes calificados como clave para que las pymes se financien en el mercado de capitales. Se afirma que las pymes no conocen las bondades del mercado de valores.

Para incrementar el conocimiento de las pymes acerca del mercado de valores, hay trabajo por hacer desde el sector público a través de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, desde el sector privado a través de las Bolsas de Valores y Casas de Valores, y desde la Academia a través de asignaturas como Finanzas Corporativas y Mercado de Valores que deberían adaptarse a la realidad ecuatoriana.

- **Disponibilidad de información financiera y no financiera**

La disponibilidad y calidad de la información es muy buena, ya que las sociedades deben presentarla de manera periódica de acuerdo a la ley. Asimismo, la información es de fácil acceso, se ingresa el número de cédula y el nombre de la empresa en la página web de la Superintendencia de Compañías. La obligatoriedad es positiva pues incluso las

sociedades que poseen activos mayores a 500.000 dólares deben reportar estados financieros auditados.

- **Falta de garantías disponibles**

Las garantías son un obstáculo que dificulta el financiamiento de las pymes en el mercado de valores. En el caso de las pymes el nivel de endeudamiento va a ser más bajo y estará condicionado al monto de las garantías disponibles.

- **Estructura de la propiedad y control**

La menor participación de las pymes en el mercado de valores ecuatoriano obedece a la propiedad familiar. La situación antes mencionada provoca que haya recelo en las empresas familiares a la apertura a nuevos inversionistas y financistas por el temor a perder el control. De esta manera, se dejan de aprovechar oportunidades de crecimiento.

Las pymes familiares pueden cotizar en los mercados de capitales, sin embargo, la decisión de cotizar involucra altos costos de acceso, mayores requerimientos de información, resistencia al cambio, ceder el control y aumentar la transparencia (Trovato & Becchetti, 2002). En consecuencia, las pymes familiares son más reacias que las no familiares a salir a cotizar porque son muy conservadoras y resistentes al cambio (Duréndez, García, & Mariño, 2015). En contraposición, salir a cotizar en la Bolsa puede ser una decisión estratégica para superar el problema de sucesión generacional (Jaskiewicz, González, Menéndez, & Schiereck, 2005).

Los autores Camino y Bermudez (2018) clasifican a las empresas ecuatorianas en familiares y no familiares según su tamaño. Se propone una delimitación por la participación accionaria y por la participación de los miembros de la familia en los órganos de gobierno. En este sentido, para que una pyme sea considerada empresa familiar, una persona natural y/o un grupo familiar debe poseer una participación accionaria mayor o igual al 20%, y deberá ser el representante legal o miembro de la alta dirección.

En Ecuador, aproximadamente, el 86% de las compañías son familiares. El segmento que presenta una mayor concentración de empresas familiares corresponde al de las

microempresas con participación del 89,1%. Asimismo, se observa que conforme las empresas van creciendo en tamaño, disminuye la participación de empresas familiares en cada segmento, como se observa en la *tabla 74*.

*Tabla 74: Participación de las empresas familiares y no familiares*

Tamaño	Empresas familiares	Empresas no familiares
Microempresas	89,1%	10,9%
Pequeñas	85,0%	15,0%
Medianas	84,0%	16,0%
Grandes	69,0%	31,0%

Fuente: Elaboración propia con base en Camino y Bermúdez (2018)

### **Factores de demanda de valores.**

Para la explicación de los factores de demanda, con base en el análisis de la información receptada a través de las entrevistas a expertos calificados, se identificó la cultura financiera de la población y el comportamiento de los inversionistas institucionales.

- **Cultura Bursátil de la población**

El inversionista que acude a una Casa de Valores y que realiza inversiones en el mercado de capitales tiene un mayor conocimiento financiero, se caracteriza porque ubica nuevas alternativas de inversión, adicionalmente, a las que ofrecen las instituciones de intermediación financiera.

Por otra parte, los potenciales inversionistas, que son la mayoría de personas físicas, tienen un menor conocimiento del mercado de valores, y, por ejemplo, cuando reciben ingresos extras, los destinan al consumo o los invierten en una institución de intermediación financiera, pero no en el mercado de valores.

- **El comportamiento de los inversionistas institucionales**

Como inversionistas institucionales, el criterio para invertir es obtener la máxima rentabilidad ajustada al riesgo, no se deben a las empresas en que invierten sino a sus clientes. En muchos casos, invertir en una pyme involucra un mayor riesgo, no siempre compensado por una mayor rentabilidad, por ende, se encuentran fuera de la órbita de opciones de inversión de estos actores.

No es que los inversionistas institucionales no quieran invertir en pymes, lo que sucede es que un fondo de inversión tiene políticas de inversión que son aprobadas por la Superintendencia de Compañías que toman en cuenta, principalmente, la diversificación del riesgo y que los valores tengan ciertas características. Además, los inversionistas institucionales no invierten en valores emitidos por las pymes, en algunos casos por la falta de transparencia y por la informalidad en el momento de entregar la información financiera.

Las Administradoras de Fondos de la Seguridad Social tienen ciertas políticas de inversión que limitan su accionar en valores emitidos por las empresas, por ejemplo, la calificación de riesgos debe ser por lo menos AA, pueden invertir un máximo de 20%, las empresas emisoras deben haber salido al menos una vez al mercado de capitales. Además, el Reglamento de Inversiones les impide realizar inversiones en valores que no cuenten con calificación de riesgos.

La calificación de riesgo es uno de los indicadores que permiten tomar la decisión de inversión. La calificación de riesgo no es una garantía, pero sí un indicador que permite a los inversionistas tener un mejor conocimiento del riesgo que conlleva una inversión y poder realizar una mejor selección.

No es lo mismo invertir en una empresa grande que tiene varios años en el mercado, que invertir en una pyme. El inversionista siempre va a buscar los activos menos riesgosos para un mismo nivel de rentabilidad. Asimismo, entender que existe una relación inversa entre rentabilidad y seguridad.

Finalmente, las Administradoras de Fondos de la Seguridad Social no realizan muchas inversiones en el mercado de valores, ya que conceden créditos a sus afiliados. Este tipo de inversiones les genera mayores réditos que invertir, por ejemplo, en Obligaciones de largo plazo o en papel comercial.

## 7.2 Análisis univariado

El análisis univariado consiste en el estudio por separado de cada variable. Las técnicas más utilizadas de análisis univariado son las distribuciones de frecuencias, las medidas de tendencia central y las medidas de dispersión (Field, 2013). En esta investigación se establecieron las características generales de las pymes manufactureras y se analizaron las fuentes de financiamiento, cultura bursátil, transparencia de la información y el marco institucional.

### 7.2.1 Características generales de las empresas

Del total de las empresas de la muestra, 32% son medianas y 68% pequeñas. Las empresas familiares representaron 75,3%, mientras que, las no familiares 24,7% como se observa en la *tabla 75*. Al respecto, el acceso al mercado de valores puede verse limitado por la fuerte tendencia a la propiedad familiar en las pymes, ya que provoca resistencia de los dueños a: 1) Incluir a terceras personas como socios por el miedo a perder el control de la gestión de las empresas, y 2) compartir la información comercial con la competencia (OICU-IOSCO, 2015).

*Tabla 75: Participación de las empresas familiares y no familiares*

		Frecuencia	Porcentaje	Porcentaje acumulado
Válido	Familiar	195	75,3	75,3
	No Familiar	64	24,7	100,0
	Total	259	100,0	

Fuente: Investigación de campo

De las empresas investigadas, el 55,68% de las pequeñas son compañías limitadas y el 44,32% son sociedades anónimas. Mientras que, el 60,24% de las medianas son sociedades anónimas y sólo el 39,76% son compañías limitadas. *Ver tabla 76*

*Tabla 76: Pymes por tamaño y constitución del capital*

Tamaño	Compañía Limitada	Sociedad Anónima	Total
Pequeña	98	78	176
	55,68%	44,32%	100,00%
Mediana	33	50	83
	39,76%	60,24%	100,00%
Pymes	131	128	259
	50,60%	49,40%	100,00%

Fuente: Investigación de campo

Las pequeñas empresas de la muestra tienen una edad promedio de 21,23 años y activos promedio de US\$1.499.358, mientras que, las medianas una antigüedad de 27,24 años y activos promedio por US\$6.618.225. En este sentido, la antigüedad y el tamaño de una empresa ayuda a disminuir las asimetrías de información. En consecuencia, las empresas medianas tendrían mayor posibilidad de acceder al mercado de valores ecuatoriano.

## 7.2.2 Financiamiento

Al consultar a las pymes encuestadas acerca de las principales fuentes de financiamiento que utilizaron al inicio de su existencia, 40,5% lo hicieron con recursos propios, 34,8% con financiamiento bancario y 10,8% se financió con préstamos de familiares y amigos, como se observa en la *tabla 77*. Este resultado es consistente con lo mencionado en la teoría de la jerarquía financiera y por los estudios empíricos realizados por (Saavedra & León, 2014).

*Tabla 77: Principal fuente de financiamiento cuando se creó la empresa*

Fuente de Financiamiento	Frecuencia	Porcentaje	Porcentaje acumulado
Recursos Propios	105	40,5	40,5
Financiamiento Bancario	90	34,8	75,3
Préstamos de familiares y amigos	28	10,8	86,1
Financiamiento en Cooperativas de Ahorro y Crédito	18	6,9	93,0
Mutualistas	10	3,9	96,9
Proveedores	8	3,1	100,0
Total	259	100,0	

Fuente: Investigación de campo

Con respecto a la principal Fuente de financiamiento utilizada en la actualidad por las pymes investigadas, mencionaron en primer lugar, 43,6% financiamiento bancario, en segundo lugar, 35,5% recursos propios y en tercer lugar 7,4% aparece el financiamiento en Cooperativas de Ahorro y Crédito como se observa en la *tabla 78*. Este resultado es consistente con la teoría, en el sentido de que conforme las empresas

van creciendo en edad y tamaño presentan menos asimetrías de información, situación que posibilita que se vaya abriendo el acceso a los recursos provenientes de la intermediación financiera. Asimismo, el mayor acceso de las pymes al financiamiento bancario supone una reducción de las restricciones financieras, lo que posibilita una oportunidad para acceder al financiamiento bursátil en el futuro.

*Tabla 78: Principal fuente de financiamiento de la empresa en la actualidad*

<b>Fuente de Financiamiento</b>	<b>Frecuencia</b>	<b>Porcentaje</b>	<b>Porcentaje acumulado</b>
Financiamiento Bancario	113	43,6	42,1
Recursos Propios	92	35,5	80,2
Financiamiento en Cooperativas de Ahorro y Crédito	19	7,4	87,2
Proveedores	17	6,6	93,4
Préstamos de familiares y amigos	12	4,6	97,8
Mutualistas	6	2,3	100,0
Total	259	100,0	

Fuente: Investigación de campo

En relación al financiamiento bursátil utilizado, únicamente, el 3,5% de las pymes investigadas han accedido a estos recursos tanto en el mercado oficial como en el mercado alternativo. Asimismo, la emisión de obligaciones negociables con el 77,8% de las 9 pymes emisoras es la más atractiva, luego se encuentra el papel comercial con 22%, y finalmente, el descuento de facturas comerciales y la titularización, con 11% cada una. *Ver tabla 79.*

*Tabla 79: Financiamiento bursátil utilizado por las pymes*

<b>Instrumento Financiero</b>	<b>Nº</b>	<b>Porcentaje de Respuestas casos</b>
Emisión de Obligaciones Negociables	7	77,8%
Emisión de papel comercial	2	22,2%
Titularización	1	11,1%
Descuento de facturas comerciales	1	11,1%

Fuente: Investigación de campo

### 7.2.3 Cultura Financiera-Bursátil de las pymes

En relación a la cultura financiera bursátil de las pymes consultadas, se destacan el conocimiento de las alternativas de financiamiento y de inversión que ofrece el mercado de valores ecuatoriano. En cambio, la comprensión del contexto económico y la capacitación en financiamiento empresarial presentan una menor valoración. Asimismo, el índice de cultura financiera promedio es de 3 sobre 5 puntos, tal como se observa en la *tabla 80*. Tomando en cuenta que la cultura bursátil se refiere no solamente a la educación financiera, sino también al grado de utilización de las alternativas de financiamiento que ofrece el mercado de valores, el nivel de cultura bursátil es bajo, ya que solamente el 3,5% de las pymes investigadas han accedido a este mercado, siendo todas de tamaño mediano.

*Tabla 80: Cultura Financiera Bursátil de las Pymes*

<b>Pregunta</b>	<b>Puntaje/5</b>
Conocimiento de las alternativas de financiamiento que ofrece el mercado de valores ecuatoriano	<b>3,18</b>
Comprensión de las alternativas de inversión disponibles en el mercado de valores ecuatoriano	<b>3,09</b>
Entendimiento de la normativa relacionada con el funcionamiento del mercado de valores	<b>3,04</b>
Analiza la tasa de interés, montos, plazos y requisitos para evaluar las diferentes fuentes de financiamiento provenientes de las entidades financieras y del mercado de valores	<b>3,00</b>
Entendimiento de los diferentes partícipes del mercado de valores que intervienen en el proceso de emisión de obligaciones negociables	<b>2,96</b>
Conocimiento del contexto económico relacionado con la inflación, tasa de interés, déficit fiscal, entre otros.	<b>2,92</b>
Cantidad de capacitaciones recibidas en los últimos 3 años relacionadas con las fuentes de financiamiento empresarial	<b>2,81</b>
<b>Índice de Cultura Financiera Bursátil promedio</b>	<b>3,00/5</b>

Fuente: Investigación de campo



#### 7.2.4 Transparencia de la Información financiera y no financiera

Con respecto a la transparencia de la información en las pymes investigadas, se destaca que los estados financieros presentados utilizan las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFs) y de contabilidad (NIC). Mientras que la información presentada en la página web de las empresas obtuvo una menor valoración. Asimismo, el índice de Transparencia de la Información promedio de las pymes es de 3,21 sobre 5 puntos como se observa en la *tabla 81*.

Según la Resolución N°. 08.G.DSC de la Superintendencia de Compañías del 20 de noviembre de 2008 se estableció el cronograma de aplicación obligatoria de las NIIF por parte de las compañías sujetas al control de la Superintendencia de Compañías: 1) Desde el 1 de enero de 2010 para las compañías y entes regulados por la Ley de Mercado de Valores, 2) a partir del 1 de enero de 2011 es obligatorio para las compañías que tengan activos totales iguales o superiores a US\$ 4.000.000 y c) aplicarán a partir del 1 de enero de 2012 el resto de compañías no consideradas en los dos primeros grupos, en este último grupo se encuentran la mayoría de pymes.

*Tabla 81: Transparencia de la Información de las Pymes*

<b>Pregunta</b>	<b>Puntaje/5</b>
Los estados financieros de la empresa presentados a la Asamblea General de Accionistas utilizan Normas Internacionales de Información Financiera (NIFF) y contabilidad (NIC), incluyen notas aclaratorias y el informe de auditor externo	<b>3,37</b>
En qué medida la empresa dispone de una política de revelación de información, en la que se identifique, como mínimo, lo siguiente: a) Qué información se debe revelar, b) cómo se debe revelar la información, c) a quién se debe revelar la información y d) procedimiento para asegurar su calidad/representatividad	<b>3,31</b>
La página web de la empresa está organizada de forma amigable, incluye: la historia de la empresa, visión y valores, modelo de negocios, estados financieros, estatutos, Códigos de conducta y de ética y el informe de gestión	<b>2,95</b>
<b>Índice de Transparencia de la Información promedio</b>	<b>3,21/5</b>

Fuente: Investigación de campo

Si bien las pymes no cotizadas publican en sus páginas web una limitada información financiera y no financiera, esta deficiencia es compensada en gran medida por la

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, ya que solicita y publica, por ejemplo, los cuatro estados financieros, nómina de administradores y de socios o accionistas, cumplimiento de obligaciones y existencia legal y los actos jurídicos realizados, entre otros.

El 68,7% de las pymes estudiadas presentaron los estados financieros con auditoría externa a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros como se muestra en la *tabla 82*. Asimismo, el 96,4% de empresas medianas presentaron los estados financieros auditados, mientras que sólo el 55,7% de empresas pequeñas tuvieron auditoría externa. En este sentido, las medianas empresas tienen una mayor posibilidad de acceder al financiamiento en el mercado de valores, ya que la información financiera auditada es una señal que brinda mayor confiabilidad a los potenciales inversionistas para evaluar el riesgo y rentabilidad.

*Tabla 82: Estados Financieros Auditados Pymes*

Tamaño	Participación	Si	No	Total
Pequeñas	Número	98	78	176
	% del total	37,8%	30,1%	68,0%
Medianas	Número	80	3	83
	% del total	30,9%	1,2%	32,0%
Pymes	Número	178	81	259
	% del total	68,7%	31,3%	100,0%

Fuente: Investigación de campo

### **7.2.5 Marco Institucional de las pymes**

En relación al marco institucional los aspectos mejor evaluados por las pymes consultadas fueron el acceso a la información sobre las leyes y reglamentos relacionados con su actividad, la consistencia en la aplicación de las leyes y reglamentos por parte de las instituciones públicas y las políticas macroeconómicas seguidas por el gobierno.

En cambio, los factores con una menor valoración fueron la eficiencia y transparencia de las instituciones públicas en el desarrollo y aplicación de leyes y reglamentos, sin privilegios a favor de otras empresas; el nivel en que las pymes son tomadas en cuenta en la elaboración de leyes y reglamentos relacionados con su actividad y la confianza hace tres años en el sistema legal ecuatoriano para garantizar el cumplimiento de las leyes, contratos, derechos de propiedad. Finalmente, el índice de

Marco Institucional promedio de las pymes es de 2,98 sobre 5 puntos, siendo el más bajo comparado con los índices de cultura bursátil y de transparencia de la información.

Ver tabla 83

*Tabla 83: Marco Institucional de las Pymes*

<b>Pregunta</b>	<b>Puntaje/5</b>
Existe acceso a la información, en general, sobre las leyes y reglamentos relacionados con la actividad económica de la empresa	<b>3,44</b>
La aplicación de las leyes y regulaciones relacionadas con la actividad económica de la empresa es consistente por parte de las instituciones públicas ecuatorianas	<b>3,24</b>
Las políticas macroeconómicas seguidas por el gobierno con respecto al manejo de la inflación, endeudamiento del sector público, tipo de cambio y tasa de interés, incentivan la inversión productiva y la apertura de mercados exteriores	<b>3,08</b>
Eficiencia de las instituciones, leyes, reglamentos y el sistema impositivo que regulan la actividad económica de la empresa	<b>3,03</b>
Los jueces y tribunales de justicia en el Ecuador son justos y honestos en relación a la actividad económica que realiza la empresa	<b>3,03</b>
Los jueces y tribunales de justicia en el Ecuador son accesibles y asequibles para las empresas en el Ecuador	<b>2,98</b>
Usted considera que en la actualidad existe mayor confianza en el sistema legal ecuatoriano para garantizar el cumplimiento de las leyes, contratos, derechos de propiedad de los activos, derecho a utilidades y los derechos de los acreedores	<b>2,97</b>
La calidad y eficiencia de los tribunales de justicia en el Ecuador	<b>2,88</b>
Las decisiones de los jueces y tribunales se ejecutan o se cumplen en relación a la actividad económica que realiza la empresa	<b>2,87</b>
Las instituciones públicas actúan con eficiencia y transparencia en el desarrollo de las leyes, reglamentos y en su aplicación, sin privilegios a favor de otras empresas, en el otorgamiento de permisos, licencias, concesiones y contratos con el sector público por parte de políticos y funcionarios	<b>2,78</b>
Las pymes son tomadas en cuenta en la elaboración de leyes y reglamentos relacionados con su actividad	<b>2,75</b>
Usted considera que hace 3 años existía mayor confianza en el sistema legal ecuatoriano para garantizar el cumplimiento de las leyes, contratos, derechos	<b>2,70</b>

de propiedad de los activos, derecho a utilidades y los derechos de los acreedores

**Índice de Marco Institucional promedio**

**2,98/5**

Fuente: Investigación de campo

Para concluir, las pequeñas empresas tienen mayores restricciones financieras para obtener recursos en las instituciones de intermediación financiera y más todavía en el mercado de valores, tal como se muestra en la figura 34. En cambio, las medianas empresas presentan mayores niveles de cultura bursátil y de transparencia de la información en comparación con las pequeñas, estos factores facilitan su acceso al mercado de valores. Finalmente, la percepción acerca del marco institucional es similar tanto para las pequeñas como para las medianas empresas manufactureras de la Provincia de Pichincha.

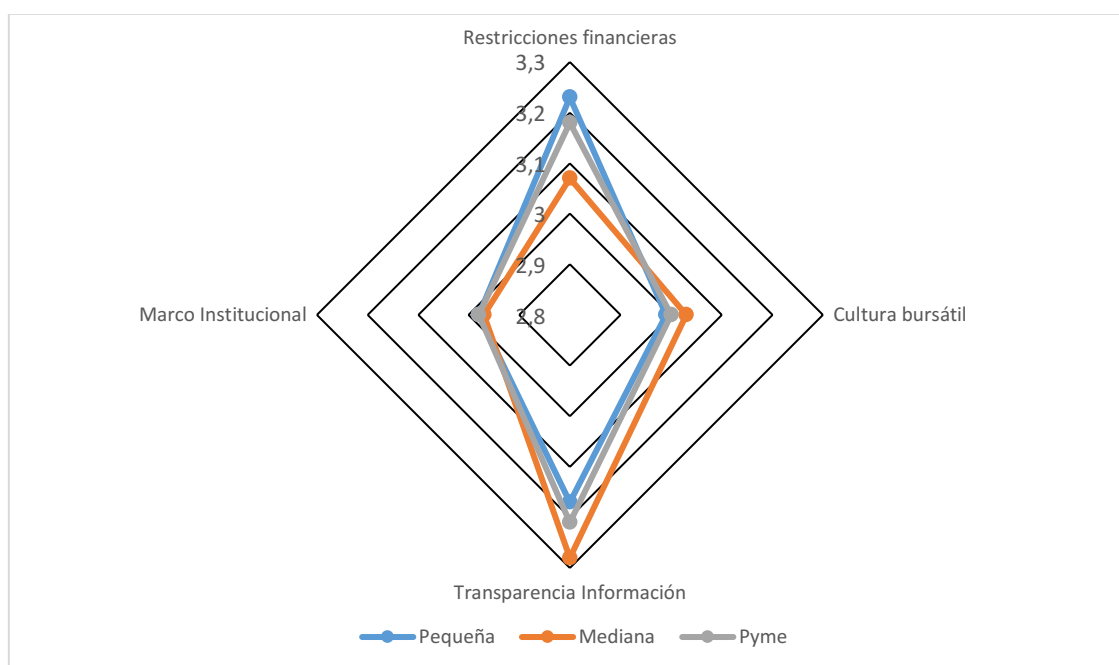


Figura 34: Restricciones financieras, Cultura Bursátil, Transparencia de la Información y Marco Institucional en las pymes

Fuente: Investigación de campo

### 7.3 Análisis Bivariado

En el análisis bivariado se utilizaron las siguientes variables:

- a) Edad. Número de años de la empresa desde su constitución. Es una variable continua que se le transformó en dicotómica, toma un valor 0 cuando la empresa tiene menos de 10 años y 1 si la empresa tiene 10 años o más. Esta clasificación ha sido utilizada por Holmes & Nicholls, (1989), Yasuda (2005) y Gómez, García y Marín (2009).
- b) Constitución del capital. En la sociedad anónima el capital aportado está dividido en acciones negociables, los accionistas responden únicamente por el valor de sus acciones. La compañía de responsabilidad limitada es la que se constituye con el aporte de dos o más personas naturales o jurídicas que responden hasta por el monto de sus aportaciones individuales, la compañía entregará a cada socio certificados de aportación no negociables Ley de Compañías (2014). Esta variable dicotómica toma el valor de 1 cuando la empresa es sociedad anónima y 0 si es de responsabilidad limitada.
- c) Estructura de la propiedad. Una pyme para que sea considerada familiar, una persona natural o jurídica y/o un grupo familiar debe poseer una participación accionaria mayor o igual al 20%, y deberá ser el representante legal o miembro de la alta dirección (Camino & Bermudez, 2018). Se construye una variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando la pyme no es familiar y de 0 cuando es familiar.
- d) Tamaño. Variable dicotómica que toma el valor de 0 cuando la empresa es pequeña (ventas brutas entre 100.001 y 1.000.000 USD\$), y 1 cuando la compañía es mediana (ventas brutas entre 1000.001 y 5.000.000 USD\$) (Resolución No. 332-2017-V, 2017).
- e) Estados Financieros. Variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando la empresa tiene estados financieros con auditoría externa, y toma el valor 0 cuando la empresa no tiene estados financieros auditados. Esta variable es aportación de la investigación.
- f) Mercado de valores. Variable dicotómica que toma el valor de 0 cuando la pyme no pertenece al mercado de valores y de 1 cuando la pyme es emisor en el mercado de valores. Esta variable es aportación de la investigación.

### **7.3.1 Prueba de Chi-cuadrado entre variables categóricas de las pymes manufactureras de Pichincha**

El estadístico Chi-cuadrado de Pearson contrasta la hipótesis de que dos variables categóricas son independientes. Para ello, compara las frecuencias observadas con las frecuencias esperadas. Si no existe asociación de variables, la probabilidad será mayor de 0,05. En cambio, si la probabilidad es menor que 0,05 se rechazará la hipótesis de independencia y se concluye que las variables están asociadas (Pardo & Ruiz, 2005).

En esta investigación se determinaron asociaciones estadísticamente significativas entre: 1) constitución del capital y estructura de la propiedad, 2) tamaño y constitución del capital, 3) constitución del capital y estados financieros, 4) constitución del capital y edad, 5) tamaño y estados financieros, 6) tamaño y mercado de valores, 7) estados financieros y mercado de valores y 8) estructura de la propiedad y estados financieros. Finalmente, no se estableció una asociación estadísticamente significativa entre edad y mercado de valores.

Con base en los resultados obtenidos en las tablas 84;85;86;87;88;89;90;91 y 92 se evidencia que, el financiamiento de las pymes en el mercado de valores se encuentra asociado con su tamaño y estados financieros, siendo la edad un factor menos relevante. Asimismo, es importante tomar en cuenta que las sociedades anónimas arrojan las siguientes tendencias: 1) no familiares, 2) mayor edad, 3) mayor tamaño, 4) estados financieros auditados. En consecuencia, las pymes que son sociedades anónimas tendrían mayores posibilidades de incursionar en el mercado de valores.

#### **Hipótesis 1: Existe asociación entre la constitución del capital y la estructura de la propiedad en las pequeñas y medianas empresas manufactureras de Pichincha**

De acuerdo a la investigación de campo realizada, el 42,1% de las compañías son de responsabilidad limitada y familiares, mientras que el 8,5% de las empresas son de responsabilidad limitada y no familiares. Asimismo, el 33,2% de las empresas son sociedades anónimas y familiares, y el 16,2% son sociedades anónimas y no familiares.

El estadístico observado es 8,929, el cual, en la distribución  $\chi^2$  tiene 1 grado de libertad ( $gl=1$ ), tiene asociada una probabilidad de 0,003. Puesto que la significación asintótica bilateral es menor que 0,05, se rechaza la hipótesis nula ( $H_0$ ), concluyendo

que existe una asociación estadísticamente significativa entre la constitución del capital y la estructura de la propiedad en las pymes. *Ver tabla 84*

*Tabla 84: Prueba de Chi-cuadrado: Constitución del capital y estructura de la propiedad en las pymes*

	Valor	Gl	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	8,929 <sup>a</sup>	1	0,003
Razón de verosimilitud	9,040	1	0,003

a. 0 casillas (0,0%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es 31,63.  
Fuente: Elaboración propia

### **Hipótesis 2: Existe asociación entre tamaño y constitución del capital en las pequeñas y medianas empresas manufactureras de Pichincha**

De acuerdo a la investigación de campo realizada, el 37,8% de las compañías son pequeñas y de responsabilidad limitada, mientras que el 30,1% son pequeñas y sociedades anónimas. Asimismo, el 12,7% de las empresas son medianas y de responsabilidad limitada, y el 19,3% son medianas y sociedades anónimas.

El estadístico observado es 5,721, el cual, en la distribución  $\chi^2$  tiene 1 grado de libertad (gl=1), tiene asociada una probabilidad de 0,017. Puesto que la significación asintótica bilateral es menor que 0,05, se rechaza la hipótesis nula ( $H_0$ ), concluyendo que existe una asociación estadísticamente significativa entre tamaño y la constitución de capital en las pymes. *Ver tabla 85*

*Tabla 85: Prueba de Chi-cuadrado: Tamaño y constitución del capital de las pymes*

	Valor	gl	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	5,721 <sup>a</sup>	1	,017
Razón de verosimilitud	5,750	1	,016

a. 0 casillas (0,0%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es 41,02.  
Fuente: Elaboración propia

### **Hipótesis 3: Existe asociación entre constitución del capital y estados financieros en las pequeñas y medianas empresas manufactureras de Pichincha**

De acuerdo a la investigación de campo realizada, el 29,7% de las compañías son limitadas y llevan estados financieros auditados, mientras que el 20,8% son de responsabilidad limitada y no llevan estados financieros auditados. Asimismo, el 39% de las empresas son sociedades anónimas y llevan estados financieros auditados, y el 10,4% son compañías anónimas y no llevan estados financieros auditados.

El estadístico observado es 12,203, el cual, en la distribución  $\chi^2$  tiene 1 grado de libertad (gl=1), tiene asociada una probabilidad de 0,000. Puesto que la significación asintótica bilateral es menor que 0,05, se rechaza la hipótesis nula ( $H_0$ ), concluyendo que existe una asociación estadísticamente significativa entre la constitución de capital y los estados financieros en las pymes. *Ver tabla 86*

*Tabla 86: Prueba de Chi-cuadrado: Constitución del capital y Estados Financieros en las pymes*

	Valor	Gl	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	12,203 <sup>a</sup>	1	,000
Razón de verosimilitud	12,386	1	,000

a. 0 casillas (0,0%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es 41,02.

Fuente: Elaboración propia

### **Hipótesis 4: Existe asociación entre constitución del capital y edad en las pequeñas y medianas empresas manufactureras de Pichincha**

De acuerdo a la investigación de campo realizada, el 13,9% de las compañías son limitadas y jóvenes, mientras que el 36,7% son de responsabilidad limitada y maduras. Asimismo, el 6,9% de las empresas son sociedades anónimas y jóvenes, y el 42,5% compañías anónimas y maduras.

El estadístico observado es 7,064, el cual, en la distribución  $\chi^2$  tiene 1 grado de libertad (gl=1), tiene asociada una probabilidad de 0,008. Puesto que la significación asintótica bilateral es menor que 0,05, se rechaza la hipótesis nula ( $H_0$ ), concluyendo



que existe una asociación estadísticamente significativa entre la constitución de capital y la edad en las pymes manufactureras de Pichincha. *Ver tabla 87*

*Tabla 87: Prueba de Chi-cuadrado: Constitución del capital y Edad en las pymes*

	Valor	Gl	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	7,064 <sup>a</sup>	1	,008
Razón de verosimilitud	7,180	1	,007

a. 0 casillas (0,0%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es 41,02.

Fuente: Elaboración propia

### **Hipótesis 5: Existe asociación entre tamaño y estados financieros en las pequeñas y medianas empresas manufactureras de Pichincha**

De acuerdo a la investigación de campo realizada, el 30,1% de las compañías son pequeñas y no llevan estados financieros auditados, mientras que el 37,8% son pequeñas y llevan estados financieros auditados. Asimismo, el 1,2% son medianas y no llevan estados financieros auditados, y el 30,9% corresponde a empresas medianas que presentan estados financieros con auditoría externa.

El estadístico observado es 43,476, el cual, en la distribución  $\chi^2$  tiene 1 grado de libertad (gl=1), tiene asociada una probabilidad de 0,000. Puesto que la significación asintótica bilateral es menor que 0,05, se rechaza la hipótesis nula ( $H_0$ ), concluyendo que existe una asociación estadísticamente significativa entre tamaño y estados financieros en las pymes manufactureras de Pichincha. *Ver tabla 88*

*Tabla 88: Prueba de Chi-cuadrado: Tamaño y Estados Financieros en las pymes*

	Valor	Gl	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	43,476 <sup>a</sup>	1	,000
Razón de verosimilitud	54,299	1	,000

a. 0 casillas (0,0%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es 41,02.

Fuente: Elaboración propia

### **Hipótesis 6: Existe asociación entre tamaño y mercado de valores en las pequeñas y medianas empresas manufactureras de Pichincha**

De acuerdo a la investigación de campo realizada, el 68% de las compañías son pequeñas y no pertenecen al segmento del mercado de valores, mientras que el 0% son pequeñas y pertenecen al mercado de valores. Asimismo, el 28,6% son medianas y no pertenecen al mercado de valores, y el 3,5% corresponde a empresas medianas que pertenecen al mercado de valores.

El estadístico observado es 19,771, el cual, en la distribución  $\chi^2$  tiene 1 grado de libertad (gl=1), tiene asociada una probabilidad de 0,000. Puesto que la significación asintótica bilateral es menor que 0,05, se rechaza la hipótesis nula ( $H_0$ ), concluyendo que existe una asociación estadísticamente significativa entre tamaño y mercado de valores en las pymes manufactureras de Pichincha. *Ver tabla 89*

*Tabla 89: Prueba de Chi-cuadrado: Tamaño y Mercado de Valores en las pymes*

	Valor	Gl	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	19,771 <sup>a</sup>	1	,000
Razón de verosimilitud	21,181	1	,000

a. 0 casillas (0,0%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es 41,02.

Fuente: Elaboración propia

### **Hipótesis 7: Existe asociación entre estados financieros y mercado de valores en las pequeñas y medianas empresas manufactureras de Pichincha**

De acuerdo a la investigación de campo realizada, el 31,3% de las compañías no llevan estados financieros auditados y no pertenecen al segmento del mercado de valores. Asimismo, el 65,3% llevan estados financieros auditados y no pertenecen al mercado de valores, y el 3,5% corresponde a empresas con estados financieros auditados y que pertenecen al mercado de valores.

El estadístico observado es 4,243, el cual, en la distribución  $\chi^2$  tiene 1 grado de libertad (gl=1), tiene asociada una probabilidad de 0,039. Puesto que la significación asintótica bilateral es menor que 0,05, se rechaza la hipótesis nula ( $H_0$ ), concluyendo

que existe una asociación estadísticamente significativa entre los estados financieros y mercado de valores en las pymes manufactureras de Pichincha. *Ver tabla 90*

*Tabla 90: Prueba de Chi-cuadrado: Estados Financieros y Mercado de Valores en las pymes*

	Valor	Gl	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	4,243 <sup>a</sup>	1	,039
Razón de verosimilitud	6,897	1	,009

a. 0 casillas (0,0%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es 41,02.

Fuente: Elaboración propia

### **Hipótesis 8: Existe asociación entre estructura de la propiedad y estados financieros en las pequeñas y medianas empresas manufactureras de Pichincha**

De acuerdo a la investigación de campo realizada, el 27,4% de las compañías son familiares y no llevan estados financieros auditados, mientras que el 49,7% son familiares y presentan estados financieros auditados. Asimismo, el 3,9% son no familiares y no tienen estados financieros con auditoría, y el 20,8% corresponde a empresas no familiares que llevan estados financieros auditados. En las empresas familiares, el 63,6% presentan estados financieros auditados, mientras que en las empresas no familiares este porcentaje se incrementa al 84,3%.

El estadístico observado es 9,685, el cual, en la distribución  $\chi^2$  tiene 1 grado de libertad ( $gl=1$ ), tiene asociada una probabilidad de 0,002. Puesto que la significación asintótica bilateral es menor que 0,05, se rechaza la hipótesis nula ( $H_0$ ), concluyendo que existe una asociación estadísticamente significativa entre la estructura de la propiedad y los estados financieros en las pymes manufactureras de Pichincha. *Ver tabla 91*

*Tabla 91: Prueba de Chi-cuadrado: Estructura de la Propiedad y Estados Financieros en las pymes*

	Valor	Gl	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	9,685 <sup>a</sup>	1	,002
Razón de verosimilitud	10,607	1	,001

a. 0 casillas (0,0%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es 41,02.

Fuente: Elaboración propia

### **Hipótesis 9: Existe asociación entre edad y mercado de valores en las pequeñas y medianas empresas manufactureras de Pichincha**

De acuerdo a la investigación de campo realizada, el 20,8% de las compañías son jóvenes y no pertenecen al mercado de valores. Asimismo, el 75,7 % son maduras y no pertenecen al mercado de valores, y el 3,5% corresponde a empresas maduras que pertenecen al mercado de valores. En las empresas jóvenes, el 100% no pertenecen al mercado de valores, mientras que el 4,4% de las empresas maduras corresponden al mercado de valores.

El estadístico observado es 2,456, el cual, en la distribución  $\chi^2$  tiene 1 grado de libertad (gl=1), tiene asociada una probabilidad de 0,117. Puesto que la significación asintótica bilateral es mayor que 0,05, se acepta la hipótesis nula ( $H_0$ ), concluyendo que no existe una asociación estadísticamente significativa entre la edad y Mercado de Valores en las pymes manufactureras de Pichincha. *Ver tabla 92*

*Tabla 92: Prueba de Chi-cuadrado: Edad y Mercado de Valores en las pymes*

	Valor	Gl	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	2,456 <sup>a</sup>	1	,117
Razón de verosimilitud	4,293	1	,038

a. 0 casillas (0,0%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es 41,02.

Fuente: Elaboración propia

#### **7.4 Síntesis de los aspectos relevantes**

Dentro de los factores ambientales, los entrevistados mencionaron que el marco legal y normativo es menos exigente que el establecido para las empresas grandes.

Asimismo, ciertos costos de emisión y de mantenimiento se reducen a la mitad y otros se eliminan para impulsar a las empresas a que pongan en marcha proyectos.

En relación a los factores de oferta de valores, los entrevistados mencionaron el tamaño y edad de una empresa, la cultura bursátil la más considerada, la disponibilidad de información, las garantías disponibles y la propiedad familiar. Asimismo, con respecto a los factores de demanda los entrevistados identificaron a la cultura financiera de la población y al comportamiento de los inversionistas institucionales.

Para los inversionistas institucionales, el criterio para invertir es obtener la máxima rentabilidad ajustada al riesgo, no se deben a los emisores sino a sus clientes. Los inversionistas institucionales no invierten en valores emitidos por las pymes en algunos casos por falta de transparencia y por la informalidad en el momento de entregar la información financiera.

Las Administradoras de Fondos de la Seguridad Social tienen políticas restrictivas de inversión, por ejemplo, sólo pueden invertir en valores emitidos que tengan una calificación de riesgo de por lo menos AA, las empresas emisores deben haber salido por lo menos una vez al mercado de capitales. Finalmente, a las Administradoras de Fondos de la Seguridad Social, les genera mayores réditos conceder créditos a sus afiliados que realizar inversiones en el mercado de capitales.

Las principales fuentes de financiamiento que utilizaron las pymes encuestadas al inicio de sus actividades fueron las siguientes: 1) 40,5% con recursos propios, 2) 34,8% con crédito bancario y 4) 10,8% con préstamos de familiares y amigos. En la actualidad, las fuentes de financiamiento han cambiado de orden ligeramente quedando de la siguiente manera: 1) 43,6% financiamiento bancario, 2) 35,5% con recursos propios y 3) 7,4% en Cooperativas de Ahorro y Crédito.

En relación al financiamiento bursátil utilizado por las pymes encuestadas, sólo el 3,5% han accedido al mercado de valores (9 de 259), de estas, 7 utilizaron la emisión de obligaciones negociables como instrumento de financiamiento, seguido por el papel comercial con 2 pymes, y finalmente, el descuento de facturas comerciales y la titularización con 1 pyme cada una.

En la cultura bursátil de las pymes el aspecto mejor evaluado fue el conocimiento de las alternativas de financiamiento y de inversión que ofrece el mercado de valores. El índice de cultura bursátil promedio obtenido es de 3 sobre 5 puntos. Tomando en cuenta que la cultura bursátil se refiere no solamente a la educación financiera, sino a la utilización de los instrumentos financieros que ofrece el mercado de valores, el nivel de cultura bursátil es bajo, ya que un reducido número de pymes han accedido a este mercado.

Con respecto a la transparencia de la información de las pymes encuestadas, se destaca la presentación de los estados financieros NIIFs, mientras que la información presentada en la página web obtuvo una menor valoración. El índice de transparencia de la información promedio obtenido es 3,21 sobre 5 puntos, esta dimensión mereció la calificación más alta en comparación con la cultura financiera y el marco institucional. Adicionalmente, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros publica los 4 estados financieros, la nómina de administradores y socios, cumplimiento de obligaciones y existencia legal de las compañías para favorecer la transparencia de la información.

La información financiera auditada es una señal que brinda mayor confianza a los inversionistas para evaluar el riesgo y rentabilidad. En referencia a las compañías encuestadas, el 96,4% de las medianas y el 55,7% de las pequeñas presentaron los estados financieros auditados a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

En referencia al marco institucional, los aspectos mejor evaluados por las pymes fueron el acceso a la información sobre leyes y reglamentos relacionados con su actividad, la consistencia en la aplicación de las leyes y reglamentos por parte de las instituciones públicas y las políticas macroeconómicas seguidas por el gobierno. En cambio, los aspectos con menor evaluación fueron la eficiencia y transparencia de las instituciones públicas en el desarrollo y aplicación de leyes y reglamentos, sin privilegios a favor de otras empresas, y la confianza que existía en el sistema legal ecuatoriano en el 2016 para garantizar el cumplimiento de las leyes, contratos, derechos a la propiedad y a recibir utilidades y los derechos de los acreedores. Finalmente, el índice de Marco Institucional promedio obtenido es 2,98 sobre 5 puntos.

## CAPÍTULO 8: CONCLUSIONES Y PROPUESTAS

El objetivo planteado en esta investigación consistió en caracterizar y evaluar el financiamiento de las PYMES en el mercado de valores ecuatoriano y proponer un marco de política pública que favorezca el desarrollo de estrategias de financiamiento en este mercado. El estudio se basa, principalmente, en la teoría de la jerarquía financiera y en el modelo del ciclo de vida financiero. Se considera, que inicialmente una empresa financia sus proyectos con los fondos generados internamente, luego recurre a las instituciones de intermediación financiera, más adelante puede emitir deuda en el mercado de valores y como última alternativa la emisión de acciones.

La presente investigación pretende realizar un aporte al conocimiento del financiamiento de las pymes en el mercado de valores, al abordar esta problemática, desde un estudio de factores cualitativos como el marco institucional-legal, cultura financiera-bursátil, restricciones financieras y transparencia de la información. La mayor dificultad presentada, fue la resistencia de algunas pymes a contestar la encuesta. Por este motivo, la investigación de campo se realizó en un tiempo mayor al planificado.

A continuación, se presentan las principales conclusiones de esta investigación a partir de los objetivos específicos planteados

### **8.1 Conclusiones**

#### **Objetivo específico N° 1**

El primer objetivo propuesto consistió en identificar las principales características del mercado de valores ecuatoriano. Se analizó la estructura del mercado financiero ecuatoriano, se realizó un análisis largo (2007-2017) del número de emisores, volúmenes negociados por tipo de renta, sector y mercado y, finalmente, se analizó la evolución de la oferta pública de valores.

Durante el período 2007-2017 se evidencia una relación positiva entre las variables PIB y capitalización bursátil. A la mayoría de empresas ecuatorianas que participan del mercado de valores, se les dificulta el acceso a otros mercados de valores como el Mercado Bursátil para Valores latinoamericanos (LATIBEX) gestionado por Bolsas y

Mercados Españoles (BME), debido a los requisitos de ingreso que sólo un pequeño número de empresas podrían cumplir. La relación Monto Negociado/PIB osciló entre 3,9% y 15,1%, muy baja si se la compara con otros países latinoamericanos como Colombia (104,1%), o Chile (93%).

En el período 2007-2017, en promedio el 93,6% del total negociado correspondió a títulos de renta fija, mientras que sólo el 6,4% a renta variable. Asimismo, se observa un aumento de la participación del sector público en el mercado de valores al pasar de 28,9% en el 2007 a 63,2% en el 2017. Durante el período analizado el 78,2% del volumen negociado correspondió al mercado primario y el 21,8% al mercado secundario. Con respecto a la relación oferta pública/crédito bancario a diciembre de 2017 fue de 6%, nivel similar al 6,51% del 2007. Finalmente, el 76,6% de emisores fueron empresas grandes, 22,7% pymes y el 0,8% microempresas a diciembre de 2017.

Lo expuesto anteriormente permite concluir que el mercado de valores ecuatoriano se caracteriza lo siguiente: 1) es pequeño, 2) concentrado en instrumentos de renta fija, 3) participan de manera mayoritaria el sector público y las empresas grandes y 4) la mayoría de títulos-valores se negocian en el mercado primario.

## **Objetivo específico No 2**

El segundo objetivo propuesto consistió en analizar el financiamiento de las pymes en el mercado de valores ecuatoriano. En primer lugar, se analizó la importancia económica y el financiamiento obtenido por las pymes ecuatorianas tanto en los intermediarios financieros como en el mercado de valores durante el período 2007-2016 a través del Registro Especial de Valores no Inscritos (REVNI). En segundo lugar, se revisaron las principales leyes y normas que promueven el financiamiento de las pymes, los regímenes especiales de financiamiento en el mercado de valores, y se comparó a la oferta pública en el Régimen General con la oferta pública en el Registro Especial Bursátil (REB).

En Ecuador el aporte de las pymes es de vital importancia, en 2018 representaron el 8,7% del total de empresas, generaron el 36,7% de los empleos totales y alrededor del 20,2% de los ingresos por ventas.



Las instituciones de intermediación financiera en los años 2016 y 2017 otorgaron créditos a las pymes de sólo el 5,5% de su cartera. Además, el 87% del crédito se dirigió al sector comercial y sólo el 13% al sector productivo. Finalmente, en Ecuador la tasa de interés máxima está orientada al crédito pymes en comparación con los créditos corporativos y empresariales.

En la investigación de campo realizada se determinó que los principales problemas que afectan a las pymes manufactureras de la Provincia de Pichincha, se relacionan con los retrasos en los pagos de los clientes, insuficiente capacidad instalada, caída de las ventas y elevados costos financieros. Asimismo, las restricciones financieras más relevantes son las elevadas tasas de interés y los requerimientos de diversos tipos de garantías o avales.

La normativa aplicable al Registro Especial Bursátil (REB) fue aprobada por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera en el 2016. El REB se diferencia del régimen general, principalmente, en que la calificación de los valores es opcional y sólo pueden ser adquiridos por inversionistas calificados. Los estados financieros deben contar con auditoría externa sólo si existe obligatoriedad para hacerlo de acuerdo al Reglamento de Auditoría Externa. En el REB los emisores están exentos del pago al Catastro Público del Mercado de Valores por inscripción y mantenimiento y las comisiones que deben pagar a la bolsa de valores son de máximo el 50% del establecido al régimen general.

Lo antes expuesto permite llegar a las siguientes conclusiones:

A las pequeñas empresas se les presentan mayores restricciones financieras que a las empresas medianas cuando solicitan crédito en las instituciones de intermediación financiera.

El marco legal y normativo vigente facilita el acceso de las pymes al mercado de valores ecuatoriano, en relación a la cantidad de requisitos y presentación de información financiera, legal y administrativa como también por menores costos de emisión y mantenimiento en valores absolutos en comparación con el régimen general de negociación dirigido a las empresas grandes.

### **Objetivo específico No 3**

El tercer objetivo propuesto consistió en determinar el costo efectivo anual del financiamiento que les representa a las pymes financiarse en el mercado de valores ecuatoriano. Al respecto, se analizaron las emisiones de obligaciones negociables(ON) que realizaron las pymes en el Registro Especial Bursátil (REB) desde 2018 hasta julio de 2019, y se comparó el costo de financiamiento de la emisión de ON y el costo de un crédito en una institución bancaria. Asimismo, se comparó el costo de financiamiento de éstos dos instrumentos financieros para el caso de una gran empresa.

Desde 2018 hasta julio de 2019, las pymes han realizado sólo cinco emisiones de obligaciones negociables con el nuevo mecanismo del Registro Especial Bursátil (REB) que se encuentra operando desde 2016. De las cinco emisiones, únicamente, tres tuvieron calificación de riesgo.

Las cinco pymes que emitieron obligaciones negociables con el REB tienen las siguientes características: 1) todas son medianas, 2) activos promedio de US\$ 2,6 millones, 3) antigüedad promedio de 20,7 años y d) ventas promedio de US\$2,5 millones.

El ratio gasto de emisión y colocación/monto emitido disminuye a medida que aumenta el monto emitido tanto para las pymes como para las empresas grandes.

Para las pymes el costo financiero promedio ponderado de la emisión fue mayor que el costo financiero de un crédito bancario. En cambio, en las empresas grandes el costo financiero de la emisión fue menor que el costo financiero de un crédito bancario. Además, en el caso de las pymes que emitieron obligaciones negociables sin calificación de riesgo el costo financiero fue mayor que para las pymes que realizaron emisiones con calificación de riesgo. Finalmente, el costo financiero de la emisión dependió de la calificación de riesgo obtenida.

Con base en lo expuesto, anteriormente, se concluye que el costo financiero de la emisión de obligaciones negociables fue más alto para las pymes que para las empresas grandes por las siguientes razones: 1) El ratio gastos de emisión y colocación/Monto emitido es mayor, 2) la calificación de riesgo es optativa, 3) Los inversionistas exigen una

mayor rentabilidad, ya que perciben un mayor riesgo al invertir en una pyme que al invertir en una empresa grande, 4) la mayoría de pymes que emitieron obligaciones negociables carecen de historial financiero en el mercado de valores y 5) La oferta pública es mayor a la cantidad demandada por los inversionistas.

#### **Objetivo específico No 4**

El cuarto objetivo propuesto consistió en analizar experiencias exitosas de otros países en financiamiento de PYMES en el mercado de valores. Se revisaron el Alternative Investment Market (AIM) de Inglaterra y el Euronext Growth de Francia que fueron de los primeros en aparecer en este segmento. En España se destacan los Sistemas Multilaterales de Negociación como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para la negociación de acciones de empresas de reducida capitalización y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). En Argentina, se han implementado los regímenes especiales PYMES CNV y PYMES CNV Garantizada para la emisión de obligaciones. Finalmente, en el caso peruano se realizó un análisis comparativo entre el Mercado Alternativo Bursátil y el mercado principal.

El éxito del Mercado Alternativo de Inversiones (AIM) creado en 1995 operado y controlado por la Bolsa de Valores de Londres descansa en una red de asesores nominados (Nominated Advisers), en los creadores de mercado (Market Maker) y en un marco regulatorio adecuado para las pymes. En este mercado no se contemplan requisitos de ingreso relacionados con tamaño mínimo, historial comercial o monto de la oferta.

El Euronext Growth, creado en 2005 por Euronext París, es un sistema multilateral de negociación diseñado para las pymes de alto crecimiento y start-ups con una valoración entre 10 y 200 millones de euros. En este mercado tiene jurisdicción la autoridad reguladora pública. Al igual que el AIM las pymes cuentan con el asesoramiento de un patrocinador de cotización (Listing Sponsor). Asimismo, en el Euronext Growth los costos de inscripción y de mantenimiento representan, aproximadamente, el 50% con respecto al régimen general. Además, existen requisitos

de admisión en relación a su tamaño, antigüedad e información disponible. Las pymes una vez inscritas deben cumplir con las reglas del gobierno corporativo.

En España los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) son regulados y controlados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y gestionados por Bolsas y Mercados Españoles (BME). Estos mercados están orientados, especialmente, a los inversionistas institucionales. En relación a los requisitos de ingreso y permanencia se exige, únicamente, que su capitalización sea menor a 500 millones de euros.

En el MAB las pymes no están obligadas a cumplir con el Código del Buen Gobierno Corporativo. Al igual que el AIM, el MAB incluye las figuras del Asesor Registrado y del Proveedor de Liquidez.

Para facilitar el acceso de las empresas en expansión en el MARF, no se exige un proveedor de liquidez, tampoco será necesario el otorgamiento de escritura pública y la inscripción en el Registro Mercantil de los valores emitidos que reconozcan deuda. El informe de evaluación crediticia o de calificación de riesgo de la emisión se requiere si es solicitado por la empresa emisora o por inversores. Asimismo, las pymes en el MARF necesitan un asesor registrado, los valores deben estar inscritos en un Depósito Central de Valores, el valor unitario mínimo de cada título emitido mínimo es de 100.000 euros y el documento informativo de incorporación debe estar en idioma inglés.

Con el objetivo de incentivar la inversión en valores emitidos por las pymes, En España el Reglamento de Ordenación y Supervisión de Seguros Privados, permite la inversión con ciertos límites en valores provenientes de los mercados alternativos. Además, para incentivar la inversión extranjera se establece que se encuentran exentas de tributación las rentas obtenidas por inversores no residentes.

El régimen especial PYMES CNV está vigente en Argentina desde 2015, tiene como objetivo ampliar el universo de pymes que accedan a financiarse en el mercado de valores. En este régimen especial existen menos requisitos que en el régimen general, por ejemplo, no se exige a las pymes que entreguen la información financiera bajo NIIFs

pudiendo sujetarse a las normas locales, la frecuencia de presentación de la información financiera es anual, están exoneradas del pago a la CNV de comisiones de inscripción y mantenimiento, no se requiere de estados financieros auditados, pueden contar con una sindicatura unipersonal y la opinión del órgano de fiscalización es suficiente.

Por otro lado, en Argentina el régimen PYME CNV Garantizada para la emisión de obligaciones negociables está vigente desde 2017. La fortaleza de este nuevo instrumento financiero está en que cuenta con un aval que puede ser otorgado por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), Entidad Financiera o por un Fondo de Garantía por lo que no se requiere de la calificación de riesgo. Las garantías recibidas ayudan a disminuir el riesgo crediticio de los beneficiarios, permitiéndoles acceder a mejores condiciones crediticias en relación a montos, plazos y tasas de interés.

Para impulsar la demanda, la Superintendencia de Seguros de Argentina, mediante Resolución 515/2019, dispuso que las compañías aseguradoras y reaseguradoras deberán invertir un mínimo del 5% y hasta un máximo del 20% del total de sus inversiones en valores emitidos por las pymes autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Asimismo, en la resolución 455/2018 de la Secretaria de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa se establece que las SGR deben destinar mínimo 3% hasta máximo 15% del Fondo de Riesgo a la adquisición de instrumentos de financiación pymes autorizados por la CNV.

El mercado alternativo peruano esta direccionado, únicamente, para empresas domiciliadas en este país, la calificación de riesgo de los instrumentos de deuda a largo plazo es optativa cuando están dirigidos de manera exclusiva a inversionistas institucionales. Existe flexibilidad en el plazo para el cumplimiento de ciertos requisitos. Además, las pymes deben presentar los estados financieros auditados tanto para ser admitidas como para permanecer en el MAV. En relación a las comisiones que cobran la bolsa, el Registro Central de Valores y Liquidación y la Superintendencia del Mercado de Valores no pueden superar el 50% de las establecidas para el régimen general.

Durante el período 2014-2018, la oferta pública proveniente de las pymes peruanas correspondió un 90,53% a la emisión de instrumentos de deuda de corto plazo y sólo el 9,47% a bonos corporativos. Con respecto a la demanda de valores emitidos por las

pymes peruanas, este fue 1,54 veces el monto ofertado que comparada con el 0,70 del mercado alternativo bursátil de Ecuador refleja un mayor atractivo para los inversionistas. El mayor atractivo del MAV peruano podría deberse a que existe una mayor cantidad de requisitos de ingreso y permanencia con respecto al MAB ecuatoriano, situación que brindaría mayor seguridad al inversionista.

Con base en los resultados expuestos a continuación se muestran las siguientes conclusiones:

La mayoría de países latinoamericanos para incentivar el financiamiento de las pymes en el mercado de valores han establecido marcos regulatorios y legales especiales, caracterizándose unos por su excesiva flexibilidad y otros por su mayor exigencia.

Los regímenes especiales para el financiamiento de las pymes en el mercado de valores, en general, presentan las siguientes características: 1) menor cantidad de requisitos de ingreso relacionados con el tamaño, antigüedad, historial comercial o monto de la oferta, 2) menor cantidad, calidad y periodicidad de la información financiera y administrativa remitida al organismo de control, 3) menores costos de ingreso y de mantenimiento, 4) incorporación de actores como los Asesores Registrados, Proveedores de liquidez y Sociedades de Garantía Recíproca, 5) menor exigencia de cumplimiento del gobierno corporativo, 6) calificación de riesgo opcional, 7) Están orientados, especialmente, a los inversionistas institucionales y 8) en algunos casos no se exige la presentación de la información financiera anual auditada.

Para impulsar la demanda, los marcos regulatorios y legales en algunos países disponen a los inversionistas Institucionales invertir sus fondos con ciertos límites en valores emitidos por las pymes, y en otros casos la renta obtenida por los inversionistas está exenta del impuesto a la renta.

#### **Objetivo específico No 5**

El quinto objetivo planteado consistió en analizar los principales factores que inciden en el financiamiento de las PYMES en el mercado de valores ecuatoriano.

Dentro de los factores ambientales los entrevistados mencionaron que el marco legal es menos exigente que el establecido para las empresas grandes. Asimismo, ciertos costos de emisión y de mantenimiento se reducen a la mitad y otros se eliminan.

En relación a los factores de oferta que limitan el financiamiento, los entrevistados mencionaron a la edad y tamaño de una empresa, la cultura bursátil, la disponibilidad de información, las garantías disponibles y la propiedad familiar. Con respecto a los factores de demanda, los entrevistados mencionaron a la cultura financiera de la población y el comportamiento de los inversionistas institucionales.

Para los inversionistas institucionales, el criterio para invertir es obtener la máxima rentabilidad ajustada al riesgo. Los inversionistas institucionales no invierten en valores emitidos por las pymes en algunos casos por falta de transparencia y por la informalidad en el momento de entregar la información financiera.

Las Administradoras de Fondos de la Seguridad Social tienen políticas de inversión en cierto sentido restrictivas, por ejemplo, pueden invertir sólo en valores que tengan una calificación de riesgo de por lo menos AA y los emisores deben haber salido al menos una vez al mercado de valores. Finalmente, a las Administradoras de Fondos de la Seguridad Social, les genera mayores réditos conceder créditos a sus afiliados que realizar inversiones en el mercado de capitales.

La principal fuente de financiamiento utilizada por las pymes al inicio de sus actividades son los recursos propios y en la actualidad, la principal fuente de financiamiento utilizada es el crédito bancario. Esta tendencia a cambiar la principal fuente de financiamiento conforme transcurre el tiempo y las organizaciones crecen es compatible con lo indicado en la teoría de la jerarquía financiera.

La información financiera con auditoría externa es una señal que brinda mayor confianza a los inversionistas para evaluar el riesgo y rentabilidad. En relación a las empresas encuestadas, el 96,4% de las medianas y el 55,7% de las pequeñas presentaron los estados financieros auditados a la Superintendencia de Compañías.

Las pequeñas empresas tienen mayores restricciones financieras para obtener recursos en las instituciones de intermediación financiera y en el mercado de valores. Mientras que, en las medianas empresas se evidencian mayores niveles de cultura

bursátil y de transparencia de la información en comparación con las pequeñas. Asimismo, la percepción acerca de las facilidades que ofrece el marco institucional es similar tanto para las pequeñas como para las medianas empresas manufactureras de la Provincia de Pichincha.

Con base en los resultados obtenidos mediante la prueba Chi Cuadrado, se evidencia que el financiamiento de las pymes en el mercado de valores se encuentra asociado con su tamaño y estados financieros, siendo la edad un factor menos relevante. Asimismo, es importante tomar en cuenta que las sociedades anónimas presentan las siguientes características: 1) no familiares, 2) mayor edad, 3) mayor tamaño, 4) estados financieros auditados. En consecuencia, las pymes que son sociedades anónimas tendrían mayores posibilidades de incursionar en el mercado de valores.

## **8.2 Propuestas**

El sexto objetivo planteado consistió en proponer un marco de política pública para que las pymes puedan desarrollar estrategias de financiamiento a través del mercado de valores ecuatoriano. Las recomendaciones se detallan a continuación.

### **Recomendaciones Generales**

Según el Censo Económico Nacional de 2010 de las Mipymes, 54% se dedican al comercio, 36% a servicios y 10% a la manufactura. Por lo que se recomienda la implementación de políticas públicas que incentiven nuevos emprendimientos en el sector manufacturero, y para que las empresas existentes busquen la reconversión industrial que mejore su productividad y competitividad, para ello, un aspecto clave sería mejorar las condiciones de la oferta de financiamiento y en la cual, el mercado de valores debería jugar un papel central.

De acuerdo al Reglamento, a la Estructura e Institucionalidad de Desarrollo Productivo, de la Inversión y de los Mecanismos e Instrumentos de Fomento Productivo establecidos en el COPCI, las MIPYMES se clasifican en tres categorías en función de las personas ocupadas y del valor bruto de las ventas anuales. En este sentido, la



recomendación es que en la clasificación se tome en cuenta también el sector al que pertenecen.

En Ecuador las tasas máximas de interés para las operaciones activas y pasivas del sistema financiero nacional son fijadas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Un efecto no deseado cuando existen techos a las tasas de interés que han permanecido más o menos constantes en el tiempo, es la disminución del acceso al crédito a clientes con mayor riesgo como las mipymes. Por lo que la recomendación es que la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera plantee una metodología para establecer las tasas de interés referenciales que refleje los niveles de riesgo de los clientes, las fluctuaciones de los ciclos económicos y el costo real de otorgar un crédito.

### **Recomendaciones acerca del costo financiero de las Obligaciones Negociables emitidas por las pymes en el REB**

El ratio gastos de emisión/Monto emitido disminuye a medida que el monto emitido aumenta gracias a un mejor aprovechamiento de los costos fijos. Este ratio tiende a ser alto, en el caso de las pymes. En este sentido, se podría promover que las pymes se asocien para emitir Obligaciones Negociables Sindicadas en una sola oferta pública, según lo estipulado en el artículo 160 de la actual Ley de Mercado de Valores.

El costo financiero de las Obligaciones Negociables que emitieron las pymes en el REB fue más alto debido, principalmente, a las siguientes razones: 1) Ratio gasto de emisión/Monto emitido alto, 2) Calificación de riesgo opcional, 3) los emisores asumen un mayor riesgo por lo tanto exigen una mayor rentabilidad, 4) la mayoría de pymes emisoras carecen de historial financiero relacionado con el mercado de valores y 5) Ratio Demanda de Valores/Oferta de Valores menor a 1.

En este sentido, se recomienda diseñar un mecanismo que posibilite a las pymes emitir obligaciones avaladas por una Sociedad de Garantía Recíproca, Fondo de Garantía Crediticia o por una Institución Financiera. De esta manera, el riesgo crediticio disminuiría al igual que los costos de emisión, y en consecuencia bajaría la tasa de interés y el costo efectivo del financiamiento que deben pagar estas compañías.

## **Recomendaciones con base en la experiencia de otros países**

Algunas políticas posibles para promover el financiamiento de las pymes en el mercado de valores que se podrían implementar en Ecuador a partir de las experiencias de otros países, podrían ser:

El prospecto de oferta pública de valores provenientes del Registro Especial Bursátil debería ser aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros cuando esté dirigida al público en general con el objetivo de que esté más protegido, y sólo por las Bolsas de Valores cuando la emisión este dirigida a inversionistas calificados.

Para incentivar la demanda, en los reglamentos internos de los fondos de inversión se debería fijar límites mínimos y máximos de inversión en instrumentos financieros emitidos por las pymes en el mercado de capitales ecuatoriano.

Suprimir el requisito de otorgamiento de escritura pública y la inscripción en el Registro Mercantil de los valores emitidos que reconozcan deuda.

Tomando la experiencia de la Argentina, crear una Oficina de Asistencia Financiera a las Pymes adscrita a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros que ofrezca asistencia financiera en lo siguiente: a) Difundir la cultura bursátil, b) Evaluar si una empresa es candidata para ingresar a este mercado y c) en la preparación del documento de admisión. La asistencia financiera debe ser gratuita para que disminuyan los costos de la emisión.

Se debería considerar pymes mercado de valores a las empresas constituidas en el Ecuador según el sector al que pertenezcan. Además, se debería incrementar el límite máximo de 5 millones de dólares, ya que ayudaría a que una mayor cantidad de empresas se incorpore al Registro Especial Bursátil (REB). Por ejemplo, en Argentina se considera pyme del sector industrial si obtuvo ingresos anuales de hasta 1.441.090.000 pesos argentinos (24 millones de dólares americanos). En Perú se consideran pymes si obtuvieron ingresos máximos de 350 millones de soles equivalentes a 106 millones de dólares de 2018.

El marco regulatorio debería propiciar que los valores que representan deuda emitidos por las pymes sean avalados por una institución financiera o un fondo de

garantía. Además, se debería incorporar la figura de las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), la misma que en Argentina ha tenido mucho éxito en el otorgamiento de garantías bursátiles.

### **Recomendaciones a partir de la investigación de campo**

Algunas políticas posibles para promover el financiamiento de las pymes en el mercado de valores que se podrían implementar en Ecuador a partir de los resultados obtenidos en la investigación de campo, podrían ser:

Las bolsas de valores, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera deberían elaborar instrumentos bursátiles que se adapten a las características particulares de las pymes. En Argentina, por ejemplo, han tenido éxito las Obligaciones Negociables Garantizadas (ON Simples) y los cheques garantizados.

Para incrementar la cultura bursátil de las pymes y de la población hay mucho por hacer comenzando con el sector público a través de la Dirección Nacional de Promoción, Orientación y Educación al Inversionista de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, adicional a lo que se realiza se podría implementar la Semana Mundial del Inversor en coordinación con la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). Continuando con el sector privado a través de las Bolsas de Valores y Casas de Valores, por ejemplo, mediante conferencias y cursos ofrecidos a las Cámaras de la Pequeña y Mediana Empresa como también a los estudiantes y docentes de las instituciones educativas, y desde la academia a través de asignaturas como Finanzas Corporativas y Mercado de Valores cuyos contenidos deben estar adaptados a la realidad ecuatoriana.

### **Línea posible de investigación**

Entre las líneas de investigación derivadas del presente trabajo se pueden mencionar las siguientes: Investigar la cultura financiera-bursátil de las personas físicas que podrían ser potenciales inversionistas como también los incentivos tributarios que podrían tener las pymes emisoras y los inversionistas.

## Referencias

- Acosta, A. (2006). *Breve historia económica del Ecuador* (Segunda ed.). Quito: Corporación Editora Nacional.
- Akerlof, G. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/1879431>
- Alonso, A., & Legato, A. (2011). Empresas, universidad y mercado: un trípode institucional como factor de competitividad de empresas y desarrollo de comunidades. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas*(7), 39-63. Obtenido de <http://revistas.unne.edu.ar/index.php/rfce/article/view/1158>
- Ang, J. (1992). On the Theory of Finance for Privately Held Firms. *The journal of small business finance*, 1(3), 185-203. Obtenido de <https://digitalcommons.pepperdine.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1121&context=jef>
- Ascúa, R. (2005). *Financiamiento para pequeñas y medianas empresas (pyme). El caso de Alemania. Enseñanzas para Argentina*. Santiago de Chile: Naciones Unidas. Obtenido de [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/4853/1/S054221\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/4853/1/S054221_es.pdf)
- Aybar, C., Casino, A., & López, J. (2001). *Jerarquía de Preferencias y Estrategia Empresarial en la Determinación de la Estructura de Capital de la PYME: Un Enfoque de Datos Panel*. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A. Obtenido de <https://web2011.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2001-06.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2017). *Memoria* . Obtenido de <http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/memoria-anual/memoria-2017.html>
- Banco Central del Ecuador . (2017). Evolución del Monto de las operaciones activas y pasivas del Sistema Financiero Nacional. Quito. Obtenido de <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/IndiceSFN.htm>
- Banco Central del Ecuador. (2011, 2015, 2018). *Información Estadística Mensual*. Obtenido de <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEMensual.jsp>
- Banco Mundial. (2017). *Capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en bolsa (% del PIB)*. Obtenido de <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart>
- Barona, B., & Rivera, J. (2012). *Finanzas emprendedoras en Colombia. Conceptos y resultados de algunos estudios*. Cali: Universidad del Valle.
- Beck, T., Demirgüç, A., & Maksimovic, V. (2005). Financial and legal Constraints to Growth: Does Size Matter? *The Journal of Finance*, 60(1), 137-177. Obtenido de <https://ssrn.com/abstract=1503878>
- Berger, A., & Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22, 613-673. doi:10.1016/S0378-4266(98)00038-7

- Bojórquez, J., López, L., Hernández, M., & Jiménez, E. (2013). Utilización del alfa de Cronbach para validar la confiabilidad de un instrumento de medición de satisfacción del estudiante en el uso de software Minitab. *Eleventh Latin American and Caribbean Conference for Engineering and Technology*, 9. Obtenido de <http://laccei.org/LACCEI2013-Cancun/RefereedPapers/RP065.pdf>
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2017). *Informe Anual*. Obtenido de [file:///C:/Users/acost/Downloads/Informe%20anual%202017%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/acost/Downloads/Informe%20anual%202017%20(2).pdf)
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2019). Fideicomisos Financieros. Obtenido de <https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/fideicomisos-financieros/>
- Bolsa de Santiago. (2017). *Síntesis y Estadística Anual*. Obtenido de <http://www.bolsadesantiago.com/Sintesis%20y%20Estadisticas/S%C3%ADntesis%20y%20Estad%C3%ADsticas%20Anual%202017.pdf>
- Bolsa de Valores de Quito. (2006). *Guía del Inversionista Bursátil*. Quito: Medium Multimedia.
- Bolsa de Valores de Quito. (2017). *Informe Bursátil Mensual*. Obtenido de <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-estadistica/>
- Bolsas y Mercados Españoles. (2017). *El mercado de renta fija informe anual*. Obtenido de [http://www.bmerf.es/docs/Ficheros/portadas/RF\\_Informe2017.pdf](http://www.bmerf.es/docs/Ficheros/portadas/RF_Informe2017.pdf)
- Bolsas y Mercados Españoles. (2018). *Informe de Mercado*. Obtenido de <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2018/esp/IM2018.pdf>
- Bolsas y Mercados Españoles. (2019). Estructura y Organización del Mercado de Valores Español. Obtenido de <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estructura-Organizacion-Mercado-Valores>
- CAF. (2013). Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo. Caracas. Obtenido de [https://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/555/lineamientos\\_codigo\\_latinoamericano.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/555/lineamientos_codigo_latinoamericano.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
- CAF; CIEPLAN. (2017). *Situación del financiamiento a PyMEs y empresas nuevas en América Latina*. Santiago de Chile: Gráfica LOM. Obtenido de <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/1076>
- Camino, S., & Bermudez, N. (2018). Las Empresas Familiares en el Ecuador: Definición y aplicación metodológica. *X-Pedientes Económicos*, 46-72. Obtenido de [https://ojs.supercias.gob.ec/index.php/X-pedientes\\_Economicos/article/view/42/14](https://ojs.supercias.gob.ec/index.php/X-pedientes_Economicos/article/view/42/14)
- Canales, M. (2016). *Metodologías de Investigación social*. Santiago: LOM Ediciones.
- Casas, J., Repullo, J., & Donaldo, J. (2003). La encuesta como técnica de investigación. Elaboración de cuestionarios y tratamiento estadístico de los datos (I). *Aten Primaria*, 527-538. Obtenido de <https://www.survenia.com/articles/articulo1.pdf>
- CASFOG. (2019). *Informe Sistema de Garantías*. Obtenido de [file:///C:/Users/Galo/Downloads/Informe-Sistema-de-Garant%C3%ADas-CASFOG-septiembre-2019%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/Galo/Downloads/Informe-Sistema-de-Garant%C3%ADas-CASFOG-septiembre-2019%20(2).pdf)

- CASFOG. (2020). Obtenido de <https://www.casfog.com.ar/#institucional>
- Cazorla, L. (2004). *Problemática financiera de la pyme: análisis teórico de los factores determinantes*. Obtenido de [http://redegarantias.com/archivos/web/ficheros/2010/pyme\\_\\_reddegarantias\\_.pdf](http://redegarantias.com/archivos/web/ficheros/2010/pyme__reddegarantias_.pdf)
- Celina, H., & Campo, A. (2005). Metodología de investigación y lectura crítica de estudios. *Revista Colombiana de Psiquiatría*, 34(4), 572-580.
- CEPAL. (2011). *Eliminando barreras: el financiamiento a las PYMES en América Latina*. Santiago de Chile: CEPAL. Obtenido de <https://www.cepal.org/es/publicaciones/35358-eliminando-barreras-financiamiento-pymes-america-latina>
- Circular Asesor Registrado en el Mercado Alternativo Bursátil. (2016). *Circular 8/2016*. Obtenido de [https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/normativa/esp/circulares/2016/8\\_Circular\\_AR.pdf](https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/normativa/esp/circulares/2016/8_Circular_AR.pdf)
- Circular-2/2018. (2018). *Bolsas y Mercados Españoles, Renta Fija*. Obtenido de [http://www.bmerf.es/docs/esp/normativa/circulares/2018/Circular\\_2\\_2018\\_Incorporaci%C3%B3n\\_y\\_exclusi%C3%B3n\\_de\\_valores\\_en\\_MARF.pdf](http://www.bmerf.es/docs/esp/normativa/circulares/2018/Circular_2_2018_Incorporaci%C3%B3n_y_exclusi%C3%B3n_de_valores_en_MARF.pdf)
- (2017). *Codificación de Resoluciones de la Junta de la Política Monetaria y Financiera*. Obtenido de <https://www.bolsadequito.com/uploads/normativa/mercado-de-valores/codificacion-de-resoluciones-del-jprmf.pdf>
- Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones. (2010). Obtenido de [https://www.cancilleria.gob.ec/wp-content/uploads/2018/06/S351\\_20101229.pdf](https://www.cancilleria.gob.ec/wp-content/uploads/2018/06/S351_20101229.pdf)
- Código Orgánico Monetario y Financiero. (2014). Obtenido de [https://www.asambleanacional.gob.ec/es/system/files/ro\\_codigo\\_organico\\_monetario\\_y\\_financiero.pdf](https://www.asambleanacional.gob.ec/es/system/files/ro_codigo_organico_monetario_y_financiero.pdf)
- CONAVAL SÍ. (2019). Obtenido de <https://www.conavalsi.com/blog/aval-garantia-que-es-diferencias>
- Constitución de la República del Ecuador. (2008). Obtenido de [http://bivice.corteconstitucional.gob.ec/local/File/Constitucion\\_Enmiendas Interpretaciones/Constitucion\\_2008.pdf](http://bivice.corteconstitucional.gob.ec/local/File/Constitucion_Enmiendas Interpretaciones/Constitucion_2008.pdf)
- Cornejo, R. (2015). *Tesis Doctoral Estructura de capital en los mercados emergentes: velocidad de ajuste de la estructura de capital en las empresas peruanas cotizadas en bolsa*. Lima: Lima. Obtenido de <http://repositorio.esan.edu.pe/handle/esan/5308>
- Crespo, G., D'Ambrosio, G., Racines, A., & Castillo, L. (2016). Cómo medir la percepción de la responsabilidad social empresarial en la industria de gaseosas. *Yura: Relaciones internacionales*(8), 1-18. Obtenido de [http://world\\_business.espe.edu.ec/wp-content/uploads/2016/09/Art%C3%ADculo-8.1-Responsabilidad-social-empresarial.-Guido-Crespo.pdf](http://world_business.espe.edu.ec/wp-content/uploads/2016/09/Art%C3%ADculo-8.1-Responsabilidad-social-empresarial.-Guido-Crespo.pdf)
- Cuatrecasas. (2018). *Emisiones de Bonos y Pagarés*. Obtenido de <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2018/05/3.CarlosLasartePresentacion-MARF.pdf>

- DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-27. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7)
- Díaz, L., Torruco, U., Martínez, M., & Varela, M. (2013). La entrevista, recurso flexible y dinámico. *Investigación en Educación Médica*, 2(2), 162-167. Obtenido de <http://www.scielo.org.mx/pdf/iem/v2n7/v2n7a9.pdf>
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Washington, D.C.: BeardBooks.
- Duréndez, A., García, D., & Mariño, T. (2015). El comportamiento de las empresas familiares frente al Mercado Alternativo Bursátil (MAB): evidencia empírica. *Spanish Journal of finance and Accounting*, 208-237. doi:10.1080/02102412.2015.1006428
- Euronext. (2019). *Euronext Growth Markets Rule Book*. Obtenido de <https://www.ise.ie/Products-Services/Sponsors-and-Advisors/Euronext-Growth-Rules.pdf>
- Fabozzi, F., Modigliani, F., & Ferri, M. (1996). *Mercados e instituciones financieras* (Primera ed.). México: Pearson Educación.
- Fama, E., & French, K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33. doi:10.1093/rfs/15.1.1
- Federación Iberoamericana de Bolsas. (2018). *Anuario Estadístico*. Obtenido de [http://www.fiabnet.org/publicaciones.php#reporte\\_anual](http://www.fiabnet.org/publicaciones.php#reporte_anual)
- Felipe, A. (2015). Mercado de Valores para Empresas de Pequeña y Mediana Capitalización: un Nuevo Modelo Alternativo de Mercado de Valores en Europa. Madrid. Obtenido de [https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/671676/felipe\\_hernandez\\_agustina.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/671676/felipe_hernandez_agustina.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
- Ferrer, M., & Tresierra, A. (2009). Las PyMEs y las Teorías Modernas sobre Estructura de Capital. *Compendium*, 65-83. Obtenido de <https://biblat.unam.mx/es/revista/compendium/articulo/las-pymes-y-las-teorias-modernas-sobre-estructura-de-capital>
- Field, A. (2013). *Discovering Statistics Using IBM SPSS Statistics*. London: SAGE Publications Ltd.
- Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores. (2017). *La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica*. Madrid: CYAN, Proyectos Editoriales. S.A. Obtenido de <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2017/03/estudiocompleto.pdf>
- Fundación ObservatorioPyme. (2015). Encuesta Estructura a Pyme industriales 2015. Obtenido de [https://www.observatoriopyme.org.ar/newsite/wp-content/uploads/2016/06/EE15\\_Industriales.pdf](https://www.observatoriopyme.org.ar/newsite/wp-content/uploads/2016/06/EE15_Industriales.pdf)
- García, J. (2011). *Por qué crecen los países*. Buenos Aires: Editorial Susamericana S.A. Obtenido de [https://books.google.com.ar/books?id=FiqQsplf5tUC&printsec=frontcover&hl=es&source=gbg\\_summary\\_r&cad=0#v=onepage&q&f=false](https://books.google.com.ar/books?id=FiqQsplf5tUC&printsec=frontcover&hl=es&source=gbg_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false)

- García, S. (2002). La Validez y la Confiabilidad en la Evaluación del Aprendizaje desde la Perspectiva Hermenéutica. *Revista de Pedagogía*, 23(67), 297-318. Obtenido de [http://ve.scielo.org/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0798-97922002000200006](http://ve.scielo.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0798-97922002000200006)
- García, M., Alvira, F., Alonso, L., & Escobar, R. (2016). *El análisis de la realidad social: métodos y técnicas de investigación*. Madrid: Alianza.
- Gómez, A., García, D., & Marín, S. (2009). Restricciones a la financiación de la PYME en México: una aproximación empírica. *Análisis Económico*, XXIV(57), 217-238. Obtenido de <https://www.redalyc.org/comocitar.oa?id=41312227011>
- Granda, M. (2011). *Factores determinantes del acceso y racionamiento del crédito en las MIPYMES ecuatorianas*. Quito. Obtenido de <http://repositorio.flacsoandes.edu.ec/bitstream/10469/9246/2/TFLACSO-2011MEGB.pdf>
- Grupo BMV. (2017). *Informe Anual*. Obtenido de [https://www.bmv.com.mx/docs-pub/informeAnual/InformeAnual\\_2017.pdf](https://www.bmv.com.mx/docs-pub/informeAnual/InformeAnual_2017.pdf)
- Hernández, R. (2014). *Metodología de la Investigación*. México D.F.: McGrawHill.
- Holmes, S., & Nicholls, D. (1989). Modelling the Accounting Information Requirements of Small Business. *Accounting and Business Research*, 19(74), 143-150. doi:10.1080/00014788.1989.9728844
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2018). *Directorio de Empresas*. Obtenido de [https://produccion.ecuadorencifras.gob.ec/geoqlik/proxy/QvAJAXZfc/opendoc.htm?document=empresas\\_test.qvw&host=QVS%40virtualqv&anonymous=true](https://produccion.ecuadorencifras.gob.ec/geoqlik/proxy/QvAJAXZfc/opendoc.htm?document=empresas_test.qvw&host=QVS%40virtualqv&anonymous=true)
- Jaskiewicz, P., González, V., Menéndez, S., & Schiereck, D. (2005). Long-Run IPO Performance Analysis of German and Spanish Family-Owned Businesses. *Family Business Review*, 18(3), 179-202. Obtenido de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=796317](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=796317)
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. Obtenido de Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Kulfas, M. (2009). Los sistemas de garantías como herramienta para el acceso al financiamiento de las Pymes. Alcances y limitaciones de la experiencia argentina. *Iniciativa para la Transparencia Financiera*(45), 1-9. Obtenido de [file:///C:/Users/Galo/Downloads/2009\\_Los\\_sistemas\\_de\\_garantia\\_como\\_herr.pdf](file:///C:/Users/Galo/Downloads/2009_Los_sistemas_de_garantia_como_herr.pdf)
- Ley de Compañías. (2014). Registro Oficial 312 de 05-nov-1999. Obtenido de <https://portal.supercias.gob.ec/wps/wcm/connect/77091929-52ad-4c36-9b16-64c2d8dc1318/LEY+DE+COMPAC3%91IAS+act.+Mayo+20+2014.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=77091929-52ad-4c36-9b16-64c2d8dc1318>



- Ley de Mercado de Capitales. (2012). *Registro No. 26.831*. Obtenido de <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/205000-209999/206592/texact.htm>
- Ley de Mercado de Valores. (2014). Obtenido de [https://www.supercias.gob.ec/bd\\_supercias/descargas/lotaip/a2/libro%20II-COMF.PDF](https://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/lotaip/a2/libro%20II-COMF.PDF)
- Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil. (2014). Obtenido de [https://www.supercias.gob.ec/bd\\_supercias/descargas/lotaip/a2/Fortalecimiento.pdf](https://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/lotaip/a2/Fortalecimiento.pdf)
- London Stock Exchange. (2015). *A Guide to AIM*. Obtenido de <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf>
- London Stock Exchange. (2019a). *AIM Regulatory Landscape*. Obtenido de <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/regulatory-landscape/aim-landscape-infographic.pdf>
- London Stock Exchange. (2019b). *Estadísticas AIM*. Obtenido de <https://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/aim/aim.htm>
- Madura, J. (2016). *Mercados e instituciones financieras*. México: Cengage Learning.
- Martín, J., & Trujillo, A. (2004). *Manual de Mercados Financieros*. Madrid: Thomson.
- Mato, G. (1990). Un análisis econométrico de la política de endeudamiento de las empresas con datos panel. *Investigaciones económicas*, 14(1), 63-83. Obtenido de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=1130201>
- Menéndez, S. (2001). Estructura de capital de la empresa española ante un problema de riesgo moral y selección adversa. *Cuadernos de economía y dirección de la empresa*(10), 485-500. Obtenido de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=195493>
- Ministerio de Industrias y Productividad. (2012). *Alternativas de Financiamiento a través del Mercado de Valores para PYMES*. Quito. Obtenido de [https://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012\\_Alternativas\\_Financiamiento\\_PYMES\\_mercado\\_Valores.pdf](https://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012_Alternativas_Financiamiento_PYMES_mercado_Valores.pdf)
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finanzas and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. Obtenido de Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0

- Neira, S. (2016). *Financiamiento para el Desarrollo: Inclusión Financiera de las pymes en el Ecuador*. Santiago: Naciones Unidas. Obtenido de [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40726/1/S1601059\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40726/1/S1601059_es.pdf)
- Normas Aplicables al Registro Especial Bursátil-REB. (2016). Obtenido de <https://www.seps.gob.ec/documents/20181/25522/210-2016-V.pdf/c2b7d7af-4947-4690-a45b-d983f2d7cbc4>
- OICU-IOSCO. (2015). The Growth and Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD493.pdf>
- Ortiz, A. (2005). *Gerencia Financiera y Diagnóstico Estratégico* (Segunda ed.). Bogotá: McGraw-Hill.
- Pardo, A., & Ruiz, M. (2005). *Análisis de datos con SPSS 13 Base* (Primera ed.). Madrid: McGrawHill.
- Petersen, M., & Rajan, R. (1995). The effect of Credit Market Competition on Lending Relationships. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(2), 407-443. doi:10.2307/2118445
- Pla, A. (2011). *Problemas de la asimetría de información en las pymes un aporte para la reducción del racionamiento del crédito a empresas pymes en la Argentina*. Buenos Aires. Obtenido de [http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tesis/1501-1205\\_PlaAJ.pdf](http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tesis/1501-1205_PlaAJ.pdf)
- Quiroga, E. (2010). Ciclo de vida financiero de la empresa: Manifestaciones en el mercado argentino. Obtenido de [http://dnrft02.mincyt.gob.ar/vufind/Record/SEDICI\\_1263c242e1418ab43046f511f22b549a](http://dnrft02.mincyt.gob.ar/vufind/Record/SEDICI_1263c242e1418ab43046f511f22b549a)
- Reglamento a la Estructura e Institucionalidad de Desarrollo Productivo, de la Inversión y de los Mecanismos e Instrumentos de Fomento productivo, establecidos en el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones. (2011). Obtenido de <https://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2013/10/decreto-757.pdf>
- Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil. (2018). Comisión Nacional del Mercado de Valores. Obtenido de [https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/normativa/esp/circulares/2017/Reglamento\\_MAB\\_revisi%C3%B3n\\_MIFID\\_II\\_15122017.pdf](https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/normativa/esp/circulares/2017/Reglamento_MAB_revisi%C3%B3n_MIFID_II_15122017.pdf)
- Reglamento del Mercado Alternativo de Renta Fija. (2018). Bolsas y Mercados Españoles, Renta Fija. Obtenido de [http://www.bmerf.es/docs/docsSubidos/MARF/Reglamento\\_MARF.pdf](http://www.bmerf.es/docs/docsSubidos/MARF/Reglamento_MARF.pdf)
- Reglamento del Mercado Alternativo de Valores. (2012). Resolución SMV N° 025-2012-SMV/01. Obtenido de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/RSMV025-2012-MAV.pdf>

- Reglamento para la Negociación de Valores de Renta Fija No Inscritos en Bolsa y/o en el Registro de Mercado de Valores. (2003). Obtenido de <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/legal/.../REVNI%20Renta%20fija.doc>
- Resolución No. 332-2017-V. (2017). Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Obtenido de <https://www.seps.gob.ec/documents/20181/25522/332-2017-V.pdf/4853ea57-b1a6-4b2e-a3b2-96ed6413daae>
- Rivera, J. (2002). Teoría sobre la Estructura de Capital. *Estudios Gerenciales*, 18(84), 31-59. Obtenido de [http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0123-59232002000300002](http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0123-59232002000300002)
- Rodríguez, V. (2013). Fallas del Mercado y Regulación Económica: La regulación ejercida por el gobierno permite lograr un mejor funcionamiento de los mercados? *Quipukamayoc*, 21(39), 99-111. doi: <http://dx.doi.org/10.15381/quipu.v21i39.6800>
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. doi:10.2307/3003485
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (1997). *Finanzas Corporativas*. Chile: Universitaria S.A.
- Saavedra, M., & León, E. (2014). Alternativas de Financiamiento para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa Latinoamericana. *Revista Universitaria Ruta*, 16(2), 5-31. Obtenido de <https://revistas.userena.cl/index.php/ruta/article/view/Ruta1621/624>
- Sánchez, A. (2001). Información asimétrica y mercados financieros emergentes: el análisis de Mishkin. *Análisis Económico*, XVII(34), 35-66. Obtenido de <https://www.redalyc.org/pdf/413/41303402.pdf>
- Sánchez, J., & Martín, J. (2008). *Edad y Tamaño Empresarial y Ciclo de Vida Financiero*. Cartagena: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A. Obtenido de <https://web2011.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2008-12.pdf>
- Sautu, R. (2004). *Catálogo de prácticas corruptas: Corrupción, confianza y democracia*. Buenos Aires: Lumiere S.A.
- Scheinsohn, D., & Saroka, R. (2000). *La Huella Digital*. Argentina: Fundación OSDE. Obtenido de <https://www.fundacionosde.com.ar/pdf/biblioteca/huella.pdf>
- Shyam, L., & Myers, S. (1999). Testing Static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244. doi:10.1016/S0304-405X(98)00051-8
- Soler, M. (2015). *Tesis Doctoral: La Experiencia del Mercado Alternativo Bursátil para Empresas en Expansión (MaB-EE) en España*. Valencia. Obtenido de <http://roderic.uv.es/bitstream/handle/10550/50508/MAngelesSolerTesis.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Sorman, G. (2008). *La Economía no miente*. Madrid: Gota a Gota Ediciones.
- Stiglitz, J. (2000). *La economía del sector público*. Barcelona: Antoni Bosh, editor.
- Stiglitz, J., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410. Obtenido de Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1802787>

- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2007, 2008, 2009, 2012, 2013, 2014, 2015). *Anuario Estadístico del Mercado de Valores*. Quito. Obtenido de <https://www.supercias.gob.ec/portalscv/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2014, 2016 y 2018). *Resumen Ejecutivo Estadístico Del Mercado de Valores*. Obtenido de <https://www.supercias.gob.ec/portalscv/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2015). Guía Estudiantil del Mercado de Valores. Obtenido de <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2016). *Emisión y Oferta Pública de Valores en el Ecuador*. Obtenido de <http://portal.supercias.gob.ec/wps/wcm/connect/a42803a6-1fa9-443a-8882-ac51ecc2b767/EVOLUCION+DE+MERCADO+DE+VALORES+2007-2015+FINAL.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=a42803a6-1fa9-443a-8882-ac51ecc2b767>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (Diciembre de 2017a). *Boletín Quiénes y Cuántos somos*. Obtenido de <https://www.supercias.gob.ec/portalscv/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2017b). *Resumen Ejecutivo Estadístico de Mercado de Valores*. Obtenido de <https://www.supercias.gob.ec/portalscv/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2018). *Ranking Empresarial 2018*. Obtenido de <https://appscvs.supercias.gob.ec/rankingCias/>
- Trovato , G., & Becchetti, L. (2002). The Determinant of Growth for Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance. *Small Business Economics*, 19(4), 291-306. doi:10.1023/A:1019678429111
- Van Auken, H. (2001). Financing Small Technology-Based Companies: The Relationship between Familiarity with Capital and Ability to Price and Negotiate Investment. *Small Business Management*, 39(3), 240-258. doi:<https://doi.org/10.1111/0447-2778.00022>
- Villagomez, M. (2014). *Oportunidades de Negocios en el Mercado de Valores*. Obtenido de <https://financoop.net/documentos/conferencias2014/Dra.%20Monica%20Villagomez.pdf>
- Villarreal, R. (2001). La nueva economía institucional de mercado y el estado de derecho. En D. Valadés, & R. Gutiérrez, *Economía y Constitución: Memoria del IV Congreso Nacional de Derecho Constitucional IV* (págs. 113-143). México D.F. Obtenido de <https://biblio.juridicas.unam.mx/bjv/detalle-libro/95-economia-y-constitucion>
- Weston, F., & Brigham, E. (1981). *Managerial Finance*. Hinsdale (Ill.): Dryden press.
- Yasuda, T. (2005). Firm Growth, Size, Age and Behavior in Japanese Manufacturing. *Small Business Economics*, 24(1), 1-15. doi:10.1007/s11187-005-7568-y
- Zambrano, S., & Acuña, G. (2011). Estructura de Capital: Evaluación Teórica. *Criterio Libre*, 9(15), 81-102. Obtenido de <file:///C:/Users/acost/Downloads/Dialnet-EstructuraDeCapitalEvolucionTeorica-3815888.pdf>



2. ¿Considera que existe alguna relación entre las fuentes de financiamiento de las empresas y su antigüedad?

En caso de que contesten “sí” preguntar cuál es la fuente de financiamiento más habitual para:

Empresas de 0 a 4.9 años	
Empresas de 5 a 24.9 años	
Empresas de 25 o más años	

3. En los últimos 10 años, ¿cuál es su percepción de lo que ha venido sucediendo con respecto a la financiación de las pymes en el mercado de valores?
4. Con respecto a las pymes ¿Cuáles cree usted que son los principales obstáculos que dificultan el financiamiento en el mercado de valores?

Obstáculo	Marcar
Conocimiento	
Normativa	
Garantías	
Transparentar la información	
Requisitos	
Otros	

5. ¿Cuáles son las principales motivaciones que deberían tener las pymes manufactureras para financiarse en el mercado de valores?
6. ¿Considera que el Marco Institucional y legal vigente contribuye al financiamiento de las pymes manufactureras en el mercado de valores ecuatoriano?
7. ¿Considera usted que el Registro Especial Bursátil está cumpliendo hasta el momento con el objetivo para el que fue creado?
8. ¿Cómo cree usted que es el conocimiento de las pymes con respecto a las diferentes alternativas de financiamiento que ofrece el mercado de valores?

Nivel de conocimiento	Marcar
Conocimiento alto	
Conocimiento medio alto	
Conocimiento medio	
Conocimiento medio bajo	
Conocimiento bajo	

9. ¿Cómo valoraría a los potenciales inversionistas con respecto al conocimiento de diferentes alternativas de inversión en títulos-valores que ofrece el mercado bursátil?

<b>Nivel de conocimiento</b>	<b>Marcar</b>
Conocimiento alto	
Conocimiento medio alto	
Conocimiento medio	
Conocimiento medio bajo	
Conocimiento bajo	

10. ¿Cómo considera que es la disponibilidad y calidad de la información pública con respecto a los estados financieros, el pago de dividendos, memoria anual e informe de gerencia, por parte de las pymes ecuatorianas?

<b>Nivel de disponibilidad y calidad de la i..</b>	<b>Marcar</b>
Disponibilidad y calidad alta	
Disponibilidad y calidad media alta	
Disponibilidad y calidad media	
Disponibilidad y calidad media baja	
Disponibilidad y calidad baja	

11. ¿Qué recomendaciones, usted sugiere para impulsar la participación de las pymes en el mercado de valores ecuatoriano?

#### Anexo 2: Protocolo de entrevista a Inversionistas Institucionales

**El siguiente cuestionario está dirigido a representantes de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, Administradoras de Fondos de la Seguridad Social, Compañías de Seguros y Calificadoras de Riesgo.**

1. ¿Cuál es su opinión con respecto al financiamiento de las PYMES en el contexto de la economía ecuatoriana?
2. ¿Existen políticas al interior de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, Administradoras de Fondos de la Seguridad Social y Compañías de Seguros que promuevan la realización de inversiones orientadas al sector pymes?
3. ¿Por qué los inversores no invierten en valores emitidos por una PYME?
4. ¿Qué características deberían tener los valores emitidos por una PYME para que resulten atractivos para los inversionistas?

### Anexo 3: Protocolo de entrevista a emisores REB

#### **El siguiente cuestionario está dirigido a los gerentes o responsables del área financiera de las pymes que han emitido obligaciones negociables en el Registro Especial Bursátil (REB)**

¿Cómo ha financiado la empresa las necesidades de capital de trabajo antes de incursionar en el mercado de valores?

¿Qué fuentes de financiamiento ha utilizado la empresa para la adquisición de propiedad, planta y equipo antes de ingresar al mercado de valores?

¿Cuál era la principal fuente de financiamiento hasta antes de acudir al mercado de valores?

¿Cuáles fueron las razones, para decidir emitir de Obligaciones?

¿Qué dificultades tuvieron durante el proceso de emisión de obligaciones negociables?

¿Qué tipo de inversionistas adquirieron las obligaciones emitidas?

¿Cómo se beneficia la empresa al ser partícipe del mercado de valores?

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

¿Qué recomendaciones sugiere para mejorar el proceso de emisión de obligaciones negociables?

¿Qué recomienda para que un mayor número de pequeñas y medianas empresas acudan a financiarse en el mercado de valores?

### Anexo 4: Validación del Cuestionario de la Encuesta

**Cultura Financiera:** es una combinación de conciencia, conocimiento, habilidades, actitudes y conductas necesarias para tomar decisiones financieras acertadas y finalmente lograr un bienestar financiero organizacional o individual. (Atkinson y Messy , 2012)

**Transparencia de la información:** entendida como el acto de revelar información sobre la sociedad, cuyo contenido, formato de presentación y temporalidad reúnen ciertas características. La transparencia es una herramienta, que en distintos grados, deben utilizar todo tipo de sociedades, reguladas y no reguladas, con el doble objetivo de ofrecer a los accionistas e inversores la mayor información posible para que éstos puedan formarse un juicio fundado y racional sobre una determinada sociedad y ejercer un control activo que permita reducir las posibilidades de que los Directores, administradores y miembros de la alta gerencia puedan apropiarse de beneficios indebidos en detrimento de los accionistas (CAF, 2013)

**Marco Institucional:** Son las reglas de juego desarrolladas por los hombres para regular las relaciones políticas y económicas. Está constituido por normas de distinto rango y por instituciones formales creadas por esas normas, y por otras creadas por acuerdo entre los participantes en actividades concretas. Las instituciones económicas configuran los incentivos de los agentes económicos. (Sebastián, 2006).

#### **CRITERIOS DE VALORACIÓN:**

**(1) Representatividad:** Grado en el que el ítem es juzgado como representativo del constructo.

**(2) Comprensión:** Valoración de si el ítem se comprende adecuadamente.

**(3) Interpretación:** Juicio sobre la posibilidad de que el ítem pueda interpretarse de varias formas.

**(4) Claridad:** Grado en el que el ítem resulta conciso/preciso/directo.



Items	(1)	(2)	(3)	(4)	TOTAL	%
	1 = Nada 2 = Neutro 3 = Muy representativo	1 = Incomprensible, 2 = Neutro, 3 = Se comprende claramente	1 = Se puede interpretar de varias formas, 2 = Neutro, 3 = Tiene una única interpretación	1 = Nada claro, 2 = Neutro, 3 = Conciso/directo		
(1) El conocimiento de las alternativas de financiamiento que ofrece el mercado de valores ecuatoriano	15	15	14	15	59	98%
(2) La comprensión de las alternativas de inversión disponibles en el mercado de valores ecuatoriano	15	14	13	14	56	93%
(3) El entendimiento de la normativa relacionada con el funcionamiento del mercado de valores	12	12	9	12	45	75%
(4) El análisis de la tasa de interés, montos, plazos y requisitos para evaluar las diferentes fuentes de financiamiento provenientes de las instituciones bancarias, Cooperativas de Ahorro y Crédito y del mercado de valores	15	14	12	14	55	92%
(5) El entendimiento de los diferentes participantes que intervienen en una emisión de obligaciones negociables en el mercado de valores	13	13	13	13	52	87%
(6) La cantidad de capacitaciones recibidas en los últimos 3 años relacionadas con las fuentes de financiamiento empresarial	12	13	12	13	50	83%
(7) La preparación en temas del contexto económico relacionados con la inflación, tasa de interés, déficit fiscal, entre otros.	14	13	11	12	50	83%
(8) La empresa dispone de una política de revelación de la información, en la que se identifique, como mínimo, lo siguiente: a) Qué información se debe revelar, b) Cómo se debe revelar la información, c) A quién se debe revelar la información y d) Procedimiento para asegurar su calidad/ representatividad	14	13	13	13	53	88%
(9) Los estados financieros de la empresa presentados a la Asamblea General de Accionistas utilizan las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y contabilidad (NIC), incluyen las notas aclaratorias y el informe del auditor interno	15	15	15	15	60	100%
(10) la página web de la empresa está organizada de forma amigable, incluye: la historia de la empresa, visión y valores, modelo de negocios, estados financieros, estatutos, Códigos de Conducta y de ética y el informe de gestión	13	13	12	13	51	85%
(11) Existe acceso a la información, en general, sobre las leyes y reglamentos relacionados con la actividad económica de la empresa	14	13	13	13	53	88%
(12) La aplicación de las leyes y regulaciones relacionadas con la actividad económica de la empresa es consistente por parte de las instituciones públicas ecuatorianas	13	12	11	12	48	80%
(13) Los jueces y tribunales de justicia en Ecuador son justos y honestos en relación a la actividad económica que realiza la empresa	12	11	10	11	44	73%
(14) Los jueces y tribunales de justicia son accesibles o asequibles para las empresas en el Ecuador	11	11	10	11	43	72%

(15) Las decisiones de los jueces y tribunales se ejecutan o se cumplen en relación a la actividad económica que realiza la empresa	11	11	9	10	41	<b>68%</b>
(16) Usted considera. Qué en la actualidad existe mayor confianza en el sistema legal ecuatoriano para garantizar el cumplimiento de las leyes, contratos, derechos de propiedad de los activos, el derecho a las utilidades y los derechos de los acreedores	12	12	11	12	47	<b>78%</b>
(17) Usted considera. Qué hace 3 años existía mayor confianza en el sistema legal ecuatoriano para garantizar el cumplimiento de las leyes, contratos, derechos de propiedad de los activos, el derecho a las utilidades y los derechos de los acreedores	13	12	13	13	51	<b>85%</b>
(18) Las instituciones públicas actúan con eficiencia y transparencia en el desarrollo de las leyes, reglamentos y en su aplicación, sin privilegios a favor de otras empresas, en el otorgamiento de permisos, licencias, concesiones y contratos con el sector público por parte de políticos y funcionarios	13	13	9	12	47	<b>78%</b>
(19) Las políticas macroeconómicas seguidas por el gobierno con respecto al manejo de la inflación, endeudamiento del sector público, tipo de cambio y tasa de interés, incentivan la inversión productiva y la apertura de los mercados exteriores	13	13	11	13	50	<b>83%</b>
(20) Las pymes son tomadas en cuenta en la elaboración de leyes y reglamentos relacionados con su actividad	14	14	14	14	56	<b>93%</b>
(21) La calidad y eficiencia de los tribunales de justicia en relación a la actividad económica que realiza la empresa	13	12	12	11	48	<b>80%</b>
(22) La eficiencia de las instituciones, leyes, reglamentos y el sistema impositivo que regulan la actividad económica de las empresas	14	13	12	13	52	<b>87%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>291</b>	<b>282</b>	<b>259</b>	<b>279</b>	<b>1.111</b>	

Anexo 5: Encuesta a las pymes manufactureras de Pichincha

 Facultad de Ciencias Económicas	 UNIVERSIDAD NACIONAL DE LA PLATA
<b>ENCUESTA PARA EVALUAR CULTURA FINANCIERA-BURSÁTIL, TRANSPARENCIA DE LA INFORMACION Y MARCO INSTITUCIONAL DE LAS PYMES 2019</b>	

**INFORMACIÓN SOBRE EL CUESTIONARIO**

**OBJETIVO:** Evaluar los diversos factores que intervienen en la cultura financiera, transparencia de la información y en el marco institucional, con el objetivo de mejorar el diseño de políticas públicas para que las pymes se financien en el mercado de valores

**Instrucciones generales:**

1. La confidencialidad y reserva de la información suministrada está garantizada y servirá como insumo para el desarrollo de una tesis doctoral en administración
2. Señale con una "X" en el lugar que corresponda o escriba lo pertinente

Para resolver cualquier duda o aclaración que precise, puede contactar a:

**Galo Acosta**, docente de la Universidad de las Fuerzas Armadas:

Teléfono: 0997108883

Correo electrónico: gracosta@espe.edu.ec

Código encuesta: \_\_\_\_\_

**Su encuestador:**.....

Teléfono: .....

Correo electrónico: .....

Fecha: \_\_\_\_\_ / \_\_\_\_\_ / 2019

**DATOS DE IDENTIFICACIÓN DE LA EMPRESA**

Razón Social:

.....

Provincia:.....

RUC:

.....

Ciudad: .....

Dirección:

.....

Rama de actividad:.....

Nombre del

Encuestado:.....

Nivel formación finalizado:.....

Cargo:.....

Edad:.....

**SECCIÓN A Características generales de la empresa**

**1. Cuántos años lleva operando la empresa en el mercado?**

**2. La empresa que usted trabaja es:**

Familiar

No

familiar

<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>

**3. Cómo se encuentra constituida jurídicamente la empresa?**

Sociedad anónima

Compañía limitada

4. Número de empleados que tiene la empresa:

5. La empresa de acuerdo al monto de sus activos es:

Grande

Mediana

Pequeña

6. Nivel de formación finalizado del gerente o administrador?

1. Primaria

2. Secundaria

3. Tecnología

4. Tercer nivel

5. Posgrado

**SECCIÓN B Problemas**

7. Por favor, indique para cada uno de los siguientes **problemas** su grado de relevancia para la empresa, considerando "1" como **Nada relevante** y "5" como **Muy relevante**:

	1	2	3	4	5
7.1. la empresa tiene insuficiente capacidad instalada para incrementar la producción					
7.2. Caída de las ventas de la empresa					
7.3. Dificultades en la obtención de financiamiento en una institución financiera como un banco o cooperativa					
7.4. Alta participación de los impuestos en el costo de producción de los productos elaborados de la empresa					
7.5. Disminución de las utilidades ( rentabilidad) de la empresa					
7.6. Retraso en los pagos de los clientes por las ventas a crédito (morosidad de los clientes)					
7.7. Aumento de los costos de producción ( mano de obra, materias primas, insumos, etc.) de la empresa					
7.8. Fuerte competencia en el mercado interno (competencia ecuatoriana)					
7.9. Fuerte competencia en los mercados internacionales					
7.10. Elevados costos financieros (tasa de interés alta)					
7.11. Alto grado de evasión de los productos locales con los que compite ( productores informales que no pagan impuestos y que no cumplen sus obligaciones laborales)					
7.12. Dificultades en el suministro de energía (electricidad, gas natural y/o combustible líquido)					

7.13. Elevados costos de logística (costos de transporte de la materia prima y de los productos elaborados)

7.14. Otros (especifique):

.....


**8. La empresa exporta en la actualidad?**

SI

NO

**SECCIÓN C**

**Financiamiento e Inversión**

**9.Cuál fue la principal fuente de financiamiento utilizada cuando se creó la empresa? (seleccione sólo una)**

9.1. Financiamiento bancario

9.2. Financiamiento en Cooperativas de Ahorro y Crédito

9.3. Mutualistas

9.4. Programas Públicos

(especifique)

9.5. Recursos propios

9.6. Mercado de Valores

9.7. Préstamos de familiares y amigos

9.8. Proveedores


**10. En la actualidad cuál es la principal fuente de financiamiento utilizada para realizar las actividades? (seleccione una)**

10.1. Financiamiento bancario

10.2. Financiamiento en Cooperativas de Ahorro y Crédito

10.3. Mutualistas

10.4. Programas Públicos

(especifique)

10.5. Recursos propios

10.6. Mercado de Valores

10.7. Préstamos de familiares y amigos

10.8. Proveedores


**11. De cuánto fue el último crédito requerido para invertir en capital de trabajo o en propiedad, planta y equipo?**

Hasta USD 15.000

Entre USD 15.001 yUSD 40.000

Entre USD 40.001 yUSD 80.000

Entre USD 80.001 yUSD 250.000

Entre USD 250.001 yUSD 500.000

Entre USD 500.001 yUSD 1.000.000

Más de USD 1.000.000


Nunca ha solicitado un crédito

**12. Cuál fue la fuente de financiamiento utilizada en el último crédito requerido para invertir en capital de trabajo o en propiedad, planta y equipo?**

- 12.1. Financiamiento Bancario
- 12.2. Financiamiento en Cooperativas de Ahorro y Crédito
- 12.3. Mutualistas
- 12.4. Programas Públicos (especifique)
- 12.5. Financiamiento via mercado de valores
- 12.6. Nunca ha solicitado un crédito


**13. Qué alternativas de financiamiento bursátil ha utilizado?**

- 13.1. Descuento de facturas comerciales
- 13.2. Emisión de obligaciones
- 13.3. Emisión de pagarés REVNI
- 13.4. Emisión de papel comercial
- 13.5. Emisión de acciones
- 13.6. Titularización
- 13.7. Ninguna


**14. La empresa, lleva estados financieros auditados externamente**

SI  NO

**15. Los siguientes motivos frenan el financiamiento bancario a largo plazo para la ejecución de los proyectos de inversión de la empresa (Evalua de 1 a 5, en donde 1 es muy baja incidencia, 2 es baja incidencia, 3 es ni alta ni baja incidencia, 4 es alta incidencia y 5 es muy alta incidencia)**

- 15.1. Otorgamiento de financiamiento bancario menor al requerido
- 15.2 Tasa de interés elevada
- 15.3. Plazo de devolución del préstamo bancario menor al necesario para la empresa
- 15.4. La empresa considera que no cumple con los requisitos de documentación (trámites bancarios y burocracia)
- 15.5. Requisitos de garantías por parte de los bancos e instituciones financieras
- 15.6. Necesidad de conexiones especiales (palancas) con los bancos e instituciones financieras


**16. Cómo calificaría, en general, la tecnología de la maquinaria y equipo que utiliza en el proceso de producción de la empresa? (marque sólo una opción)**

De punta (automatizada)  Moderna   
Antigua  Muy Antigua

17. En qué año realizó por última vez la adquisición de maquinaria y equipo para el proceso de producción?

(por favor, empresar en números)

Año

<b>SECCIÓN D</b>	<b>Cultura financiera-bursátil</b>
------------------	------------------------------------

De acuerdo con su experiencia empresarial, evalúe su conocimiento en los siguientes aspectos que inciden en la cultura financiera-bursátil de la empresa. Evalúe de 1 a 5, en donde 1 es bajo, 2 es regular, 3 es bueno, 4 es muy bueno y 5 es excelente

18. El Conocimiento de las alternativas de financiamiento que ofrece el mercado de valores ecuatoriano

19. La comprensión de las alternativas de inversión disponibles en el mercado de valores ecuatoriano

20. El entendimiento de la normativa relacionada con el funcionamiento del mercado de valores

21. Analiza la tasa de interés, montos, plazos y requisitos para evaluar las diferentes fuentes de financiamiento provenientes de las instituciones bancarias, Cooperativas de Ahorro y Crédito y del mercado de valores

22. El entendimiento de los diferentes partícipes del mercado de valores que intervienen en el proceso de emisión de obligaciones por parte de una empresa ecuatoriana

23. La cantidad de capacitaciones recibidas en los últimos 3 años relacionadas con fuentes de financiamiento empresarial

24. La preparación en temas de contexto económico relacionados con la inflación, tasa de interés, déficit fiscal, etc

<b>SECCIÓN E</b>	<b>Transparencia de la información financiera y no financiera</b>
------------------	---

De acuerdo con su experiencia empresarial, evalúe la información financiera y no financiera que produce la empresa en los siguientes aspectos. Evalúe de 1 a 5, en donde 1 es lo mínimo, 2 es regular, 3 es bueno, 4 es muy bueno y 5 es excelente

25. En qué medida, la empresa dispone de una Política de Revelación de Información, en la que se identifique, como mínimo, lo siguiente: a) Qué información se debe revelar, b) Cómo se debe revelar esta información, c) A quién se debe revelar la información y d) Procedimiento para asegurar su calidad/representatividad

26. Los estados financieros de la empresa presentados a la Asamblea General de Accionistas utilizan las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y contabilidad (NIC), incluyen las notas aclaratorias y el informe del auditor externo

27. La página web de la empresa está organizada de forma amigable, incluye: la historia de la empresa, visión y valores, modelo de negocios, estados financieros, estatutos, Códigos de conducta y de ética y el informe de gestión

<b>SECCIÓN F</b>	<b>Marco Institucional de las Pymes</b>
<b>De acuerdo con su experiencia empresarial, evalúe cómo las instituciones públicas, las leyes y reglamentaciones facilitan las actividades de la empresa. Evalúe de 1 a 5, en donde 1 es totalmente en desacuerdo, 2 en desacuerdo, 3 indiferente, 4 De acuerdo y 5 Totalmente de acuerdo</b>	

28. Existe acceso a la información, en general, sobre las leyes y reglamentos relacionados con la actividad económica de la empresa

29. La aplicación de las leyes y regulaciones relacionadas con la actividad económica de la empresa es consistente por parte de las instituciones públicas ecuatorianas

30. Los jueces y tribunales de justicia en Ecuador son justos y honestos en relación a la actividad económica que realiza la empresa

31. Los jueces y tribunales de justicia en Ecuador son accesibles o asequibles para las empresas en el Ecuador

32. Las decisiones de los jueces y tribunales se ejecutan o se cumplen en relación a la actividad económica que realiza la empresa

33. Usted considera que en la actualidad existe mayor confianza en el sistema legal ecuatoriano para garantizar el cumplimiento de las leyes, contratos, derechos de propiedad de los activos, derecho a utilidades y los derechos de los acreedores

34. Usted considera que hace 3 años existía mayor confianza en el sistema legal ecuatoriano para garantizar el cumplimiento de las leyes, contratos, derechos de propiedad de los activos, derecho a utilidades y los derechos de los acreedores

35. Las instituciones públicas actúan con eficiencia y transparencia en el desarrollo de las leyes, reglamentos y en su aplicación, sin privilegios a favor de otras empresas, en el otorgamiento de permisos, licencias, concesiones y contratos con el sector público por parte de políticos y funcionarios



36. Las políticas macroeconómicas seguidas por el gobierno con respecto al manejo de la inflación, endeudamiento del sector público, tipo de cambio y tasa interés, incentivan la inversión productiva y la apertura de mercados exteriores

37. Las pymes son tomadas en cuenta en la elaboración de leyes y reglamentos relacionados con su actividad

38. La calidad y eficiencia de los tribunales de justicia en Ecuador es:

1) Muy mala

<input type="text"/>
<input type="text"/>

3) Buena

<input type="text"/>
<input type="text"/>

5) Excelente

2) Mala

4) Muy buena

39. Las instituciones, leyes, reglamentos y el sistema impositivo que regulan la actividad económica de las empresas son

1) Muy Ineficientes

<input type="text"/>
<input type="text"/>

3) Indiferentes

<input type="text"/>
<input type="text"/>

5) Muy eficientes

2) Ineficientes

4) Eficientes