



República del Ecuador

**Universidad tecnológica Empresarial de Guayaquil-UTEG
Facultad de Estudios de Posgrado**

**Tesis en opción al título de Magíster en:
Administración y Dirección de Empresas**

**Tema de tesis:
El REB una Alternativa en la Participación de las Pymes en el Mercado de
Valores.**

**Autor:
C.P.A. Ángel Ruperto Agurto Vásquez**

**Director de tesis:
Ing. Pedro Andrade Rodríguez, MSc.**

**Septiembre 2018
Guayaquil-Ecuador**

DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de esta Tesis de Maestría, me corresponde exclusivamente; y el patrimonio intelectual de la misma a la UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA EMPRESARIAL DE GUAYAQUIL.

C.P.A. Ángel Ruperto Agurto Vásquez
AUTOR DE TESIS

DEDICATORIA

Dedico y agradezco a Dios por su amor inmensurable, quien me ha provisto de conocimiento, sabiduría y capacidad; a mis colaboradores gracias por su tiempo y comprensión, a mis docentes, gracias por impartir sus conocimientos los cuales me han servido de guía para poder finalizar este proyecto.

Agradezco a mi madre por haber estado conmigo en todo momento, apoyándome y fortaleciéndome a seguir cumpliendo mis metas, por la motivación que me daba día a día a no rendirme y continuar, gracias a ella por nunca soltarme de la mano, a mi hija quien fue el motor principal para poder cumplir con este objetivo.

Dios los bendiga a cada uno de ellos.

REFERENCIA DE SIGLAS Y ABREVIATURAS

REB:	Registro Especial Bursátil
MAV:	Mercado Alternativo de Valores
MVG:	Mercado de Valores de Guayaquil
MVQ:	Mercado de Valores de Quito
AIM:	Alternative Investment Market
PIB:	Producto Interno Bruto
MSCI:	Morgan Stanley Capital International
BVG:	Bolsa de Valores de Guayaquil
BVQ:	Bolsa de Valores de Quito

ÍNDICE

RESUMEN	X
ABSTRACT	XI
1. INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO 1: DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN	3
1.1. Antecedentes de la investigación.....	3
1.2. Problema de investigación	6
1.2.1. Planteamiento del problema.....	7
1.2.1.1. Síntomas	7
1.2.1.2. Causas	8
1.2.1.3. Pronóstico.....	9
1.2.1.4. Control del pronóstico.....	9
1.2.2. Formulación del problema de investigación	10
1.2.3. Sistematización del problema de investigación	10
1.3. Objetivos de la investigación.....	10
1.3.1. Objetivo general	10
1.3.2. Objetivos específicos.....	10
1.4. Justificación de la investigación	11
1.4.1. Justificación teórica	11
1.4.2. Justificación práctica	11
1.5. Marco de referencia de la investigación.....	12
1.5.1. Marco teórico.....	12

1.5.1.1.	El financiamiento	12
1.5.1.2.	La teoría de la jerarquía financiera	12
1.5.1.3.	El mercado de valores ecuatoriano	13
1.5.1.4.	Desde 1847 al REB	14
1.5.1.5.	Mercados alternativos	15
1.5.1.6.	Las PYMES en la economía ecuatoriana	17
1.5.1.7.	Importancia de las pymes.....	17
1.5.1.8.	El mercado alternativo ecuatoriano, El Registro Especial Bursátil	18
1.5.1.9.	El mercado de valores peruano y el MAV	20
1.5.2.	Marco conceptual (Glosario de términos).....	23
1.5.2.1.	Los mercados financieros.....	23
1.5.2.2.	El mercado de capital	23
1.5.2.3.	El mercado de valores.....	23
1.5.2.1.	Intervinientes en el proceso de emisión	24
1.5.2.1.	Productos financieros	26
1.5.2.1.	¿Qué son las obligaciones?	28
1.5.2.2.	Proceso de emisión de obligaciones	29
1.6.	Formulación de hipótesis y variables	33
1.6.1.	Hipótesis Nula	33
1.6.2.	Hipótesis particulares	33
1.6.3.	Variables (Independientes y dependientes)	33
1.7.	Aspectos metodológicos de la investigación.....	35
1.7.1.	Tipo de estudio	35
1.7.2.	Método de investigación.....	35

1.7.3.	Fuentes y técnicas para la recolección de información	36
1.7.4.	Población de estudio y tamaño de la muestra	36
1.7.5.	Tratamiento de la información	37
2.	CAPÍTULO 2: ANÁLISIS, PRESENTACIÓN DE RESULTADOS Y DIAGNÓSTICO	38
2.1.	Análisis de la situación actual	38
2.1.1.	Importancia del mercado de valores.....	38
2.1.2.	Las pymes emisoras de obligaciones.....	40
2.2.	Análisis comparativo, evolución, tendencias y perspectivas	41
2.3.	Presentación de resultados y diagnósticos	45
2.4.	Verificación de hipótesis	53
3.	CAPÍTULO 3: PROPUESTA	57
3.1.	CONCLUSIONES	57
3.2.	RECOMENDACIONES	58
	BIBLIOGRAFÍA	60
	ANEXOS	63

Índice de tablas

Tabla 1 Clasificación Según Ley 30056	20
Tabla 2 Requisitos Listado Mercado Principal Vs. Alternativo en Perú	22
Tabla 3 Rango Máximo Tiempo de Emisión de Obligaciones	30
Tabla 4 Cuadro PIB per cápita / Monto total emitido Ecuador Perú	38
Tabla 5 Número de emisiones de obligaciones. Periodo 2002-Julio 2016.....	40
Tabla 6 Volumen nacional negociado	41
Tabla 7 Monto y número de obligaciones negociadas en Ecuador.....	44
Tabla 8 Opinión de los que han emitido obligaciones	45
Tabla 9 Opinión de la estructuradora sobre el REB	46
Tabla.10 Opinión de la calificadora de riesgo sobre el REB.....	47
Tabla 11 Análisis comparativo del costo de la emisión de obligaciones I	49
Tabla 12 Análisis comparativo del costo de la emisión de obligaciones II	50
Tabla 13 Análisis comparativo del costo de la emisión de obligaciones MP, REB y MAV	52
Tabla 14 Emisión de obligaciones 2014	63
Tabla 15 Emisión de obligaciones 2015	64
Tabla 16 Calificadores de riesgo por ciudad.....	66
Tabla 17 Estructurador de valores.....	67
Tabla 18 Entrevista Calificadora de Riesgos.....	68

Índice de figuras

Figura 1. Estructura del mercado de valores.....	19
Figura 2. Diagramación de las variables	33
Figura 3. Cuadro PIB per cápita / monto total emitido Ecuador vs Perú	39
Figura 4. Montos bursátiles ecuatorianos negociados	42
Figura 5. Montos bursátiles peruanos negociados.....	42
Figura 6. Montos bursátiles ecuatorianos público/privado, renta fija/renta variable	43
Figura 7. Monto y número de obligaciones negociadas en Ecuador	44
Figura 8. Opinión de los que no han emitido obligaciones	48

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1 Costos de Estructuración E/O.....	31
Ilustración 2 Tasa Interna de Retorno vs Banca Tradicional	32

RESUMEN

La presente investigación se realizó con el fin de analizar el Registro Especial Bursátil –REB- como una alternativa en la participación de las Pymes en el mercado de valores, considerando como problemática el desconocimiento de los mecanismos de financiamiento sobre la eficiente liquidez y progreso de crecimiento a través del mercado bursátil debido al manejo de tasas pasivas que son bajas en comparación con el financiamiento tradicional de la banca. Se procedió a realizar la revisión de investigaciones, artículos, libros y documentos que proporcionen material de apoyo para el desarrollo del marco teórico contextualizando mediante el análisis histórico – síntesis para el aporte de nuevos conocimientos. En la metodología aplicada bajo la investigación concluyente descriptiva y causal se estableció la hipótesis nula y los criterios para el tratamiento de información obtenida de la base de datos de la Bolsa de Valores de Quito. Con todos los datos recolectados se realizó el análisis e interpretación de tablas y gráficos estadísticos para llegar a conclusiones y recomendaciones de la investigación que fue relevante conforme a los objetivos específicos que demuestran los beneficios del acceso al mercado de valores para las pymes que buscan un crecimiento a futuro con un diferente medio de financiamiento dentro del sector empresarial.

Palabras clave:

Pymes, Bolsa de valores, mercado bursátil, emisión de valores, financiamiento.

ABSTRACT

The present investigation was carried out in order to analyze the REB as an alternative in the participation of the SMEs in the stock market, considering as problematic the ignorance of the financing mechanisms on the efficient liquidity and progress of growth through the stock market. due to the handling of passive rates that are low compared to traditional bank financing. We proceeded to review research, articles, books and documents that provide support material for the development of the theoretical framework contextualizing through historical analysis - synthesis for the contribution of new knowledge. In the methodology applied under the conclusive descriptive and causal research, the null hypothesis and the criteria for the treatment of information obtained from the database of the Quito Stock Exchange were established. With all the data collected, the analysis and interpretation of tables and statistical graphs was carried out to reach conclusions and recommendations of the research that was relevant according to the specific objectives that demonstrate the benefits of access to the stock market for SMEs seeking growth. in the future with a different means of financing within the business sector.

Keywords: SMEs, Stock Exchange, stock market, securities issuance,

financing

EL REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL (REB) UNA ALTERNATIVA EN LA PARTICIPACIÓN DE LAS PYMES EN EL MERCADO DE VALORES

1. INTRODUCCIÓN

Las Pequeñas y Medianas Empresas, pymes como uno de los motores principales para el desarrollo de la economía nacional tienen como uno de sus principales problemas el acceso al financiamiento.

Aunque de manera intuitiva se entiende qué son las pequeñas y medianas empresas, conviene mencionar que existe una amplia variedad de definiciones de PYME¹ (Albella, 2017)

Esta situación acaecida en todo tipo y tamaño de empresas encuentra una alternativa de solución en la estrategia financiera que se adopte para enfrentarla, en este aspecto el financiarse por medio del mercado de valores es una opción siempre en análisis. Las leyes para el mercado de valores, sus reformas como la última del 2014 que crea el Registro Especial Bursátil (REB) y las normas de aplicación del 2016 hacen releer las potencialidades que esta alternativa presenta para las pymes tomando en cuenta las potencialidades del Mercado Alternativo de Valores (MAV) de Perú, sobre todo desde la evolución del mercado, las principales emisiones y el costo de emisión. El Mercado Alternativo de Valores (MAV) de Perú, es un segmento de la bolsa dirigido a las pequeñas y medianas empresas peruanas, que

¹ Es importante el concepto de pyme definido en una legislación, ya que les confiere una serie de derechos diferentes del resto de empresas, y pueden acceder a ayudas, subvenciones o vías de financiación específica.

facilita el acceso a financiamiento en el mercado bursátil a menores costos y con menores requerimientos y obligaciones de información.

En tal sentido, se conocerá cual es la evolución del mercado de valores y las opiniones que se dan en torno a la participación de las pymes en el mercado de valores por parte de emisores de obligaciones, no emisores, un agente estructurador y una calificadora de riesgo.

Se buscará conocer cuáles son los valores que más se han emitido para las pymes, procurando describir la naturaleza de esta situación desde las razones empresariales y su efecto en la economía nacional. Entendido que los valores en renta fija como la emisión de obligaciones son las que sobresalen en el Ecuador, se hace una revisión de cinco estudios que han abordado el tema y se extrae como conclusión que financiarse por el REB disminuye costos de financiamiento. Por último, se contrasta el costo de emisión de obligaciones en el mercado normal, en el segmento REB y en el segmento Mercado Alternativo de Valores –MAV-, para poder definir que otros mecanismos pueden implementarse para fortalecer el REB.

CAPÍTULO 1: DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

1.1. Antecedentes de la investigación

Según Cabrera (2015) en el trabajo de postgrado titulado “Análisis de mecanismo de financiamiento sector financiero versus mercado de valores - Registro especial bursátil para obtener la mejor alternativa de financiamiento para Pymes”, realiza un estudio sobre las dificultades que tienen las Pymes en la búsqueda del fuentes de financiamiento donde optan por la parte tradicional que es la banca, en el que enfrentan un escenario complejo ante las altas tasas de interés con relación a las compañías que presentan una fortaleza financiera, y al ser catalogadas como alto riesgo se dificultan los acceso a estos financiamientos.

La investigación emplea una metodología cuantitativa y cualitativa donde se analiza la división de los mercados de capitales donde se desarrolla un análisis que concluye en que el mecanismo REB, en los últimos años ha presentado un decrecimiento y ciclo de maduración por los retrasos generados ante la Junta de Política de Regulación Monetaria y Financiera debido a que no se definen las reglas de manera clara sobre los requerimientos para la participación.

El trabajo de postgrado aporta con información que utilidad para la presente investigación, donde se apoya a los diferentes aportes teóricos y metodológicos para el levantamiento de datos y por consiguiente para la determinación de la situación actual ante el mecanismo REB y su influencia con las Pymes dentro del mercado de valores, de manera que se respalde el contenido con fuentes oficiales y fidedignas para llegar a las conclusiones.

Según Castro (2018) en el trabajo de maestría con el tema “Análisis de la incidencia del Mercado de Valores en el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador, periodo 2010 – 2016”, desarrolla un estudio metodológico donde se reflejará

información sobre las diferentes alternativas de financiamiento que se emplea para las Pymes que tienen como objetivo la incursión dentro del mercado de valores, para que así se tenga una base de datos que demuestre la mejor alternativa para obtener mejores rendimientos y bajos riesgos dentro del proceso de accesibilidad.

La investigación llegó a la conclusión de que, para diciembre de 2016, el número total de emisiones dentro del mercado de valores ecuatoriano fue de 391. Del total, 36 son pertenecientes al sector financiero, 100 son fideicomisos y titularizaciones, 136 son grandes empresas y 119 son pequeñas y medianas empresas. En Ecuador, según la Superintendencia de Compañías, más de 50.000 empresas están legalmente constituidas, sin embargo, menos del 0,5% se financian a través del mercado de valores en el Ecuador. Así mismo en el año 2016, el mercado de valores ecuatoriano generó USD 8.000 millones negociados, representando cerca del 8% del Producto Interno Bruto.

El aporte metodológico de la tesis de maestría sirvió como una base de apoyo para establecer procedimientos para la investigación con el fin de conocer lo referente al mercado de valores y la incursión de las Pymes a la misma. Así como la revisión de fuentes bibliográficas para la sistematización y fundamentación teórica como parte del contenido que refleje información importante para que el lector tenga conocimientos sobre los fines del estudio realizado.

Según Chango (2016) en el trabajo de maestría con el tema “Beneficios bursátiles y tributarios para Pymes en el mercado de valores del Ecuador”, ante la problemática del financiamiento de las Pymes para solventarse o expandirse se desarrolla esta investigación que tiene por objetivo determinar si existe alguna incidencia en la participación de las Pymes en el Mercado de Valores, después de la reforma a la Ley de Mercado de Valores. Todo esto midiendo la percepción de algunas Pymes que

emiten valores y un análisis estadístico de dos años antes y después de mayo del 2014.

Las conclusiones del trabajo fueron que el REB del Ecuador, se destaca por los incentivos tributarios, beneficios financieros para la colocación y las exoneraciones de los costos de inscripción y mantenimiento, en definitiva, estos segmentos apuntan a que las Pymes puedan en su momento cotizar en el mercado principal. Las razones sondeadas para no financiarse por el Mercado de Valores, es el desconocimiento y el costo que implica financiarse por este mercado, esto se visualiza desde el comparativo de costos de financiamiento por las dos alternativas en donde se observa que, para el monto solicitado, es más conveniente financiarse mediante el mercado de valores.

A través de la presente investigación se obtuvo material de apoyo a nivel teórico y metodológico lo que permitió apuntar al estudio de las Pymes y su participación en el mercado de valores, donde se conocieron datos de tipo cuantitativo para reconocer los factores de financiamiento y la problemática actual, considerando el respaldo teórico.

Las pymes son el motor de las economías por ser el contacto cotidiano de los individuos. Una de sus dificultades es el financiamiento, una de sus alternativas es el financiamiento por el mercado de valores. “En Ecuador existe el mercado de valores de Quito y Guayaquil, que hace posible este financiamiento. La legislación ecuatoriana tiene algunos organismos de control para este tipo de Mercado que juntamente con Ley de Valores” (Ley de Mercado de Valores, 2014) y su reforma en mayo del 2014, “ha creado un espacio específico denominado Registro Especial Bursátil (REB) dirigido a regular a segmentos económicos diferentes a los

tradicionales y promueve la participación de las pymes en el uso del mercado de valores” (Normas Aplicables al Registro Especial Bursátil, 2016).

“Las empresas que están inscritas en el mercado de valores son apenas 280 de las cuales solo 106 emiten Valores, de estas apenas 16 empresas son pymes, en el 2014 las pymes emisoras de obligaciones fueron ocho y en el 2015, cinco” (Mercado de Valores de Guayaquil, 2015).

Las exigencias para emitir Valores y los costos de colocación imposibilitan la participación de las pymes. “La legislación tributaria ecuatoriana busca una mayor participación bursátil, pero se desconoce las potencialidades del REB en la emisión de Valores por parte de las pymes y el por qué se ha estancado las bolsas de valores” (Ortiz-Durán, 1994), el mercado de valores ecuatoriano encuentra muy difícil cumplir su objetivo de dinamizar la producción y canalizar el ahorro.

La investigación toma en consideración el análisis de estas potencialidades a partir de la promulgación de las Normas de Aplicación para el Régimen Especial Bursátil. Esta investigación toma como referencia a las pymes como participe sustancial de la economía nacional y mercado laboral.

1.2. Problema de investigación

El Registro Especial Bursátil es el Reglamento de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento Societario y Bursátil del País, que ofrece alternativas de financiamiento para que las pymes puedan invertir en el mercado de valores de una forma más activa. Pero lo que evidencia una problemática es el desconocimiento de los beneficios que ofrece el REB para con las Pequeñas y Medianas Empresas PYMES, por lo que se ven obstaculizadas ante el acceso a fuentes de financiamiento e inversión más atractivas con ciertos beneficios tributarios.

Producto del resultado de las encuestas realizadas a varias PYMES no Financieras del País, este desconocimiento provoca que las Pymes no puedan acceder a este mecanismo con el fin de obtener una eficiente liquidez financiera y crecimiento, la sindicalización es una alternativa bastante útil, la misma que es desconocida por los potenciales emisores, que permite la asociación de varias PYMES y poder así ahorrar costos bursátiles significativos como la Calificación de Riesgos, esto permitirá mejor competencia ante las grandes empresas del País.

1.2.1. Planteamiento del problema

1.2.1.1. Síntomas

El resultado de las entrevistas y encuestas planteadas a una Casa de Valores, una Estructuradora, tres Pymes que no han emitido títulos de renta fija y cinco Pymes que si lo han hecho, de acuerdo con el problema objeto de estudio de la investigación se plantean los siguientes síntomas: (Latinoamericana S.A, 2016)

- El desconocimiento de las pymes sobre los mecanismos de financiamiento en el mercado bursátil.
- No se lleva a cabo un análisis integral a nivel financiero para realizar una medición sobre los diferentes medios de financiamiento para identificar el más viable para el fortalecimiento de la capacidad financiera.
- Las pymes enfrentan un complicado escenario financiero por la falta de cumplimiento de requisitos para acceder a financiamientos tradicionales a través de la banca.
- El costo de colocación de obligaciones es demasiado fuerte para poder financiarse con el Mercado de Valores.

- Existe un desconocimiento para colocar obligaciones u acciones en el mercado de valores.

Debido a la falta de conocimiento por parte de las pymes, estas se limitan en la búsqueda de mecanismos de financiamiento que les permita mantener mejores índices de liquidez y rentabilidad, con la aprobación del REB en el mes de febrero del 2016 a través de una resolución emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria, entre otros aspectos importantes las entrevistas exponen que básicamente existe poca difusión por parte del Organismo de Control en hacer partícipe de los beneficios de este nuevo Reglamento, como por ejemplo la omisión del requisito de calificación de riesgo y que no están obligadas a realizar la contratación de una auditoría externa para las empresas que emitan facturas. (Tapia, 2018).

1.2.1.2. Causas

Producto de las entrevistas efectuadas a varias Casas de Valores del País, se puede concluir las siguientes causas:

- Las pymes en su mayoría carecen de analistas financieros, de ventas de marketing que planifique la sostenibilidad y crecimiento de la empresa.
- Solo algunas pymes pueden obtener una calificación financiera AAA.
- Las casas de valores ven factible una participación en bolsa, solo si es con un capital igual y mayor al millón de dólares.
- Las pymes apenas tienen algunos incentivos tributarios para usar este tipo de financiamiento. (Asamblea, 2016)
- No existe la promoción o información adecuada de la alternativa de inversión y financiamiento en los Mercados de Valores, desde la aparición del REB.

De acuerdo con un informe de la Bolsa de Valores de Quito, la participación de las pymes en el mercado bursátil es inferior al 1%, siendo la provincia del Guayas el que más concentra un rendimiento participativo (Ekosnegocios, 2017). Básicamente el inversionista Institucional no desea arriesgar su capital ante una posible emisión de Títulos proveniente de una PYMES que se acoge al REB, ya que, al no contar con una calificación de Riesgo por los Títulos emitidos, este riesgo aumenta por lo tanto aleja las posibilidades de compra de estos inversionistas.

1.2.1.3. Pronóstico

De persistir la situación actual ante el problema que se ha analizado el pronóstico será el siguiente:

- Las pymes se verán limitados en sus fuentes de financiamiento y crecimiento.
- Las pymes no podrán contribuir a la economía nacional con toda su potencialidad.
- Se mantendrá una mínima participación de las pymes en el Mercado de Valores.
- Se mantendrá el desconocimiento sobre los procesos de participación, los beneficios tributarios y bursátiles a los que pueden acceder.
- Tendrán más alto riesgo de ser insolventes.

1.2.1.4. Control del pronóstico

- Dar una adecuada información a las pymes para acceder al Mercado de Valores.
- Cumplir con los requisitos mínimos para acceder al Mercado de Valores.
- Informarnos y beneficiarnos de los incentivos bursátiles y tributarios.
- Disminuir el costo de emisión de obligaciones y valores.

- Observar en legislaciones regionales e internacionales los beneficios que dan a las Pymes para el acceso a los Mercados de Valores.

1.2.2. Formulación del problema de investigación

¿El Registro Especial Bursátil, puede promover la participación de las pymes en el Mercado de Valores, como alternativa de financiamiento?

1.2.3. Sistematización del problema de investigación

¿Un diagnóstico de la aceptación del mercado de valores, indicará el estado de este mercado y su aceptación?

¿Un análisis del valor más emitido en el 2017 permitirá conocer la naturaleza de la situación y su afección al desarrollo de las empresas del país?

¿Una investigación documental comparativa de los costos de emisión de obligaciones, nos indicará si tiene ventajas este segmento para las pymes?

¿Una investigación bibliográfica de los beneficios del MAV de Perú, en una simulación a las emisiones en Ecuador orientarán posibles reforzamientos del REB?

1.3. Objetivos de la investigación

1.3.1. Objetivo general

Describir las potencialidades del mercado de valores a través del Registro especial bursátil REB como alternativa de financiamiento para las pymes.

1.3.2. Objetivos específicos

1. Diagnosticar la evolución y participación de las PYMES en el mercado de valores ecuatoriano de manera documental y bajo las opiniones de emisores, no emisores, estructurador y calificadora de riesgos.
2. Describir los valores con mayor número de emisiones por parte de las PYMES.

3. Comparar los costos de emisión de obligaciones en las PYMES en diferentes estudios.
4. Evaluar comparativamente los costos de la emisión de obligaciones de las PYMES en el mercado principal de Ecuador, en el Registro Especial Bursátil y el Mercado Alternativo de Valores de Perú.

1.4. Justificación de la investigación

Para fortalecer la economía popular y solidaria y las pymes en la estructura productiva del país, se debe democratizar el mercado de valores y su desarrollo con lo cual se permitiría que muchas organizaciones se globalicen en el mercado nacional e internacional.

1.4.1. Justificación teórica

Direccionados por las líneas de investigación de la Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil, en lo referente a determinar los factores de la sustentabilidad de las pymes en el Ecuador, este estudio contribuye a mostrar la incidencia de las modificaciones de la Ley de Mercado de Valores, con el REB, en la participación de las pymes, como componente de desarrollo económico. Además, aporta a la discusión teórica de las potencialidades de los mercados alternativos de valores artífice del desarrollo de las pymes y la economía nacional.

1.4.2. Justificación práctica

Al dar un diagnóstico de las potencialidades, de las ventajas en el costo y proceso del segmento de Mercado de valores REB, influenciará en los criterios de los gerentes generales y financieros para optar por financiarse por el mercado de valores y adquirir reconocimiento empresarial y prácticas de buen gobierno corporativo, necesarias al incursionar en este mercado. Además, aporta con criterios supranacionales para mejorar los beneficios, exoneraciones y deducciones en el segmento REB.

1.5. Marco de referencia de la investigación

1.5.1. Marco teórico

1.5.1.1. El financiamiento

El capital líquido es necesario para cualquier emprendimiento productivo, esto significa que las finanzas influyen decisivamente en el sector real. La liquidez entendida como los fondos que la empresa puede usar para cancelar sus deudas o potenciar su crecimiento en el tiempo, es usada no solo en función de la operatividad, sino que cuando existen excedente, como fuente de rentabilidad. Así nace el mercado del dinero, donde es suficiente una demanda para que se dé una oferta que no siempre con un fin productivo busca solo una mayor rentabilidad.

La liquidez es necesaria para el inicio, mantenimiento e incluso liquidación de una empresa y se la consigue por medio de financiamiento, conseguido mediante el crédito bancario, emisiones de deuda u por emisión de acciones. En la planificación financiera se analizará lo más conveniente en cuanto a rentabilidad o costo, naciendo teorías como el costo promedio de capital, la jerarquía de la adquisición del capital, la estructura optima de capital o la simple rentabilidad del proyecto vs su financiamiento.

Otro aspecto del financiamiento y la liquides se continua viendo en estudios de (Galarza, 2014) que cita a Keynes (1936) y el fetiche de la liquidez en el que los inversores tienden a concentrar los recursos en títulos líquidos con consecuencias según O'Hara (1997) de la fuga de capitales, los capitales golondrinas que en definitiva producen la inestabilidad del sistema, pues la liquidez vista como portafolio no busca una inversión productiva a largo plazo, sino solo rentabilidad dentro de una tendencia especulativa.

1.5.1.2. La teoría de la jerarquía financiera

El financiamiento según los estudios realizados desde Donaldson (1961) citado por (Briozzo, 2016), “se rigüe bajo un jerarquía, un orden de preferencias, en la que los gerentes manejan a su discreción la asimetría de la información para su beneficio, manteniendo información reservada y buscando minimizar los costos informativos”.

Estas ideas se sitúan dentro de la teoría del (Myers, 1984) y (Majluf, 1984), releídas por Palomero (2016), que “sistematizan este enfoque afirmando que se prefiere la financiación Interna a la externa y la deuda a la emisión de acciones por la reducción de costos de agencia y para no perder el control de la empresa”. A este respecto es conveniente recordar las ideas de (Miller, 1958), que “afirma que lo importante es la calidad del proyecto de inversión y no la fuente de financiamiento”. Por otro lado están los estudios de la teoría trade-off que busca la estructura de capital óptima en base a las ventajas y desventajas de los beneficios tributarios, los problemas de agencia y los costos de quiebra.

1.5.1.3. El mercado de valores ecuatoriano

El mercado de valores es un segmento del mercado financiero en el que se negocia valores como activos, títulos o/y participaciones de una empresa. Su principal objetivo es la movilización de recursos desde los inversionistas hacia las actividades productiva, como una alternativa a la inversión y financiamiento tradicional. Así la movilidad de capitales por medio del mercado de valores es importante para la economía nacional que tiene su componente primordial en la generación de bienes y servicios de las empresas. (Jara-Corrales, 2012), el mercado de valores permite la ampliación de capitales.

En Mercado de Valores los emisores como sociedades privadas, pública se emiten títulos-valores como obligaciones, oca, papel comercial, acciones, opa's, certificados

de aportación, facturas comerciales, titularizaciones, notas promisorias, buscando que sean adquiridos por inversionistas con la promesa de una rentabilidad porcentual pactada en la negociación bursátil (Hardaker & Masoud, 2014). El financiamiento por el mercado de valores, implica un menor costo y el mejoramiento de la estructura de capital.

Estos valores son atractivos al inversionista nacional y extranjero pues, estos valores tienen un precio; reflejo de la oferta y demanda que se genera y es fácilmente convertible en dinero. La demanda del inversionista y la oferta del empresario se ponen en contacto, satisfaciéndose mutuamente con el pacto o el contrato sobre la adquisición de títulos de valor que se los entiende como “mercancía”, que a su vez, pueden ser negociados de distintas maneras, ya en la adquisición, en la adquisición por un tercero o por la readquisición. Esto último, define la estructura del mercado de valores en mercado primario y secundario. En el mercado primario, se compra directamente los títulos de valor al emisor, y en el mercado secundario el inversionista, puede venderlos a otro inversionista, es decir un tercero.

Es de gran importancia conocer todo lo referido al mercado de dinero, una bolsa, cómo funciona y porqué se origina pues con la pretensión de obtener mayor rentabilidad en la inversión en el uso de los ahorros, no se considera pensar que una cotización no siempre crecerá, pues puede desplomarse cuando explota una burbuja bursátil.

1.5.1.4. Desde 1847 al REB

El mercado de valores tiene su importancia al poder financiar proyectos de personas y sociedades que cotizan en la bolsa. Ha sido incentivado en el Ecuador desde sus primeros esbozos en 1847, luego con la creación de las bolsas de Valores de Quito y Guayaquil como sociedades anónimas en 1969, por la mesa redonda de

1974 en la que representantes públicos y privados buscaron el desarrollo de la bolsa de valores para que el ahorro nacional se oriente a la inversión y que tuvieron entre sus principales conclusiones que el mercado de capitales se desarrolle, que los incentivos tributarios sean similares tanto para acciones como para bonos, ventajas tributarias para las empresas que abran sus capitales y emitan valores, que los instrumentos financieros sean ampliados, la creación de un comité que promueva el desarrollo del mercado de valores y que el estado tendrá una incidencia importante en este desarrollo.

Después están los esfuerzos del programa de 1981 de la Superintendencia de compañías que buscaba el desarrollo del Mercado de Valores a partir de las conclusiones de la mesa redonda de 1974, los cambios de la ley de 1993 en la ley de Mercado de Valores con los que se comienza este mercado a desarrollarse con profundidad, y que es actualizada por la ley de 1998 con la que se crean nuevos instrumentos como una nueva concepción para el fideicomiso y las titularizaciones.

La última reforma a la Ley del Mercado de Valores fue dada por Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil del 2014 en donde entre otras acciones como permitir la sindicalización de valores crea el REB, como un segmento permanente del mercado de valores alternativo para incentivar a las pymes a cotizar en bolsa (Galarza, 2014), Recientemente se publicó, para el 1 de abril del 2016 las Normas Aplicables al Registro Especial Bursátil – REB que regula la participación de las pymes en el mercado de valores, con ello Ecuador se suma a iniciativas de establecer mercados alternativos para las pymes como en Inglaterra, Francia y España, y en Latinoamérica en Perú, Colombia.

1.5.1.5. Mercados alternativos

La gran problemática para el diseño e implementación de proyectos es el financiamiento, y esto especialmente para las pymes. Existiendo en todo el mundo diferentes categorías de empresas, estas empresas de menor tamaño y gran repercusión social son incentivadas y apoyadas para crecer, para financiarse, para ingresar en el mercado bursátil.

Siendo la más importante bolsa de valores la de Londres cuando se comienza a esbozar la bolsa de valores en Ecuador, la AIM (Alternative Investment Market) es la primera que se mencionará de entre quienes han establecido un mercado alternativo para empresas pequeñas y medianas. Considerada el mercado de dinero más antiguo para este segmento de empresas tiene un paradigma en el caso ASOS que en el AIM logra un 990% de aumento del precio por acción en un lustro. Otro referente es ALTERNEXT de Francia. “Tanto el AIM de Inglaterra y el Alternext de Francia comparten tres características que les han llevado al éxito y han mostrado útil que puede ser el mercado alternativo para la economía y la productividad: 1. Elevado número de compañías, 2. reducida capitalización y 3. gran diversificación sectorial” (Cano, 2008).

En la región, según estudios de Lara (2015), existen segmentos bursátiles o productos financieros como:

1. Mercado Alternativo de Valores del Perú, que pretende injertar a las pymes en el mercado de valores y que formalicen,
2. El mercado de deuda para empresas de México que mediante su programa asesora a las pymes para su integración al mercado principal,
3. El Mercado alternativo colombiano que permite la negociación de facturas de corto plazo,

4. La mesa de negociaciones pymes de Bolivia que da lugar a que se emitan pagarés, y los productos financieros de Argentina en su mercado de valores simplificado con los cheques de pago diferido, Obligaciones negociables, Fideicomisos financieros, y Acciones.

1.5.1.6. Las PYMES en la economía ecuatoriana

Las pymes son el conjunto de empresas pequeñas y medianas que, según su volumen de ventas, cantidad de trabajadores, capital social, y su nivel de activos desarrollan actividades económicas. Estas actividades son el comercio al por mayor y menor, agricultura, silvicultura y pesca, la industria manufacturera, construcción, transporte, almacenamiento, comunicaciones, bienes inmuebles y servicios prestados.

“Las pymes se procuran financiarse generalmente con por entidades financieras, las tasas que ofrece el mercado están reguladas dentro del Ecuador, así es de 11,83% la tasa máxima referencial para este segmento. Esta tasa es menor que la tasa para el microcrédito de acumulación ampliada que aplica una tasa del 25,5% y también es mayor que las tasas para crédito empresarial al que se le otorga tasas del 10,21% y crédito corporativo que utiliza tasas del 9.33%” (Burneo, 2016).

1.5.1.7. Importancia de las pymes

A nivel mundial, regional y local la importancia de las pymes es indiscutible, pues el aporte de estas al desarrollo, al crecimiento económico y la generación de empleo hacen de ellas entes nucleares para la economía de todo país. Estas con la producción de bienes y servicios, son base del desarrollo social, de la generación de riqueza, reducción de la pobreza y equilibrio de la distribución de la riqueza. Esto lo realizan produciendo, comprando y vendiendo, en definitiva, añadiendo valor. Su

producción representa el 26% del PIB, contienen el 42% de las empresas y generan el 65% de los empleos.

1.5.1.8. El mercado alternativo ecuatoriano, El Registro Especial Bursátil

El segmento del Registro especial bursátil dentro del Ecuador tiene como objetivo estimular el crecimiento de las pymes y las organizaciones de la economía popular y solidaria y que obtengan los recursos necesarios para su mantenimiento, esto a través de la obtención del financiamiento por medio del mercado de valores y su segmento alternativo el REB.

Ekosnegocios (2018) en una nota realizada sobre la situación del Mercado Bursátil indicó que: "Así, el segmento del Registro Especial Bursátil tiene como característica principal el establecer menores costos y requisitos que el mercado principal, para que las pymes puedan injertarse al mercado de Valores por su segmento específico".

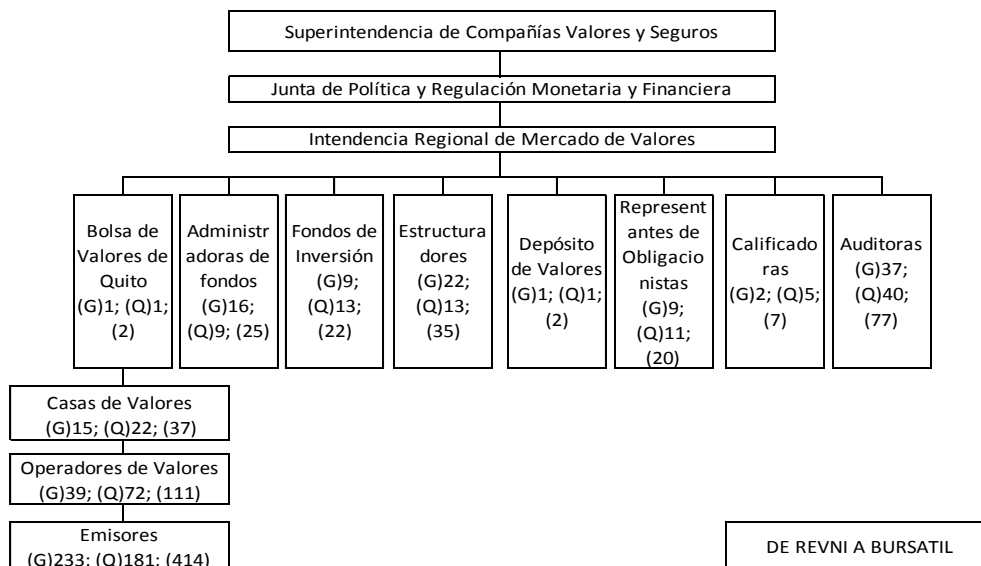
Las pymes que pueden ingresar en el REB deben registrar ventas anuales de 100 mil hasta un millón de dólares, las sociedades mercantiles anónimas, las mutualistas de ahorro y crédito dirigidas a proyectos de vivienda y las cooperativas de ahorro y crédito de los segmentos uno y dos (Asamblea, 2016). Esta ampliación del número de emisores cumple un objetivo del Código Orgánico Monetario y Financiero que pretende aumentar el número de participantes en el mercado de valores.

Las negociaciones en el REB se pueden dar una vez que los que vayan a efectuar las emisiones, por medio de la casa de valores elegida, se hayan inscrito en el Catastro Público de Mercado de Valores y en cualquiera de las bolsas de Valores del país. En el REB las pymes inscritas en el Catastro Público de Mercado de Valores podrán hacer ofertas públicas primarias de acciones, obligaciones a corto y largo

plazo. Además, los valores de inscripción genérica podrán ser las letras de cambio, pagarés y facturas comerciales.

La seguridad que se da, en el mercado de valores es garantizada por la superintendencia de Compañías Valores y Seguros, la junta de política y Regulación Monetaria y Financiera, la intendencia regional de mercado de valores. A estas entidades se suman los controles periódicos de la bolsa de valores, la calificadora de riesgos, auditorías y casa de valores.

Figura 1. Estructura del mercado de valores



Fuente: la G representa número de entidades en Guayaquil y la Q número de entidades en Quito

1.5.1.9. El mercado de valores peruano y el MAV

En la Ley No. 30056, que modifica diversas leyes para facilitar la inversión, impulsar el desarrollo productivo y crecimiento empresarial, se establecen los criterios que determinan la clasificación de las empresas formales, estableciendo una clasificación especial, ya que la realiza en función de las ventas en unidades impositivas tributarias (UIT).²

Tabla 1 **Clasificación Según Ley 30056**

Estrato Empresarial	Promedio de Ventas Anuales (en UIT)¹	Equivalencia en US\$²
Micro Empresa	Ventas anuales hasta el monto máximo de 150 UIT	Ventas anuales hasta el monto máximo de US\$0.17 MILLONES
Pequeña Empresa	Ventas anuales superiores a 150 UIT y hasta por el monto máximo de 1.700 UIT	Ventas anuales superiores a US\$ 0.17 millones y hasta por el monto máximo de US\$ 1.97 Millones.
Mediana Empresa	Ventas anuales superiores a 1.700 UIT y hasta por el monto máximo de 2.300 UIT	Ventas anuales superiores a US\$ 1.97 millones y hasta por el monto máximo de US\$ 2.66 Millones.

Nota: 1 Clasificación según Ley no. 30056

“El mercado de valores del Perú, viene creciente paulatinamente, llegando a ser al primer semestre del 2016 por medio de la bolsa de lima en la bolsa más rentable de mundo con una rentabilidad en dólares del 52,285% esto principalmente por las cotizaciones de los metales y las empresas mineras Buenaventura y Southern. Este

² La UIT es una unidad de referencia que se determina en base a las proyecciones económicas e inflación (no se revisa contra el tipo de cambio)

mercado negocio 2,225 millones 159,184 dólares en 68,640 operaciones de renta variable y fija. Además, se menciona que la decisión del Morgan Stanley Capital International (MSCI) que la califica aun como mercado emergente y el aumento de la liquidez con la supresión del impuesto a la renta por las ganancias de capital ayudaron, en definitiva para este año se cree que es la economía que más crezca en la región la decisión del Morgan Stanley Capital International (MSCI) de mantenerla como mercado emergente y el aumento de la liquidez con la supresión del impuesto a las ganancias de capital” (Nandina, 2016). También desde el 2014 es miembro del Grupo de Bolsas de Valores Sostenibles (SSE- Sustainable Stock Exchanges).

En este contexto y según Reglamento del Mercado Alternativo de Valores 2012, el Mercado Alternativo de Valores (MAV), se constituye en un segmento para las Pymes peruanas que facilita y disminuye los requisitos y los costos de emisión. Allí se pueden negociar acciones, bonos e instrumentos de corto plazo.

Pueden cotizar en este segmento empresas que en los últimos tres años no hay alcanzado ingresos mayores de S/. 350 millones, o su equivalente en dólares americanos, además no deben estar listados en la Bolsa de valores de lima, en bolsas extranjeras y que no tengan la obligación a Listar (“Reglamento del Mercado Alternativo de Valores,” 2012). En Perú, una pyme es una empresa que puede estar dedicada a la producción de bienes o prestación de servicios, a la extracción o transformación con niveles de ventas para las pequeñas empresas, superiores 150 UIT (Unidades impositivas simplificadas) y un máximo de 1700 UIT, mientras para las medianas empresas el rango es desde las 1700 UIT hasta los 2300 UIT. Cada UITM equivale a 3950 nuevos soles y cada nuevo sol a la fecha está por los 0.29 dólares.

Los beneficios que el MAV tienen consignado en su portal son: Acceder a mayores montos de financiamiento y a menores tasas, reducción en 50% de las tarifas

cobradas por la BVL, SMV y CAVALI, menores requisitos para la emisión y listado de valores, menores requerimientos y obligaciones de información, ahorro en costos de estructuración, asesoría legal, dado que las empresas utilizarán formatos estándares disponibles en el portal de la SMV (prospectos y contratos), Mayor exposición y prestigio frente a clientes y proveedores y el conducir de forma exigente a aplicar los Principios de Buen Gobierno Corporativo (MAV, 2016).

Tabla 2
Requisitos Listado Mercado Principal Vs. Alternativo en Perú

Requisitos Listado Mercado Principal Vs. Alternativo		
Listado	Mercado principal	Mercado Alternativo
Memoria anual (último ejercicio)	2 últimos ejercicios	Si
Anexo de información sobre el cumplimiento de los principios de Buen Gobierno.	Si	A partir del 03 año
Informe de clasificación de riesgo.	2	1
Información financiera individual anual auditada (último ejercicio).	2 últimos ejercicios	Sí
Presentación de estados financieros individuales.	Trimestral	Semestral
Adecuación de estados financieros de acuerdo a normas internacionales de información financiera.	Si	Si (*)
Régimen sancionatorio especial.	No	Si

Fuente: Elaboración propia

Otros beneficios son la rebaja aun 50% las comisiones de inscripción y mantenimiento en la bolsa de valores y el mercado de valores tanto en renta fija como variable, la exoneración de la presentación del Anexo del Informe de Cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno, los estados financieros no serán presentados de manera trimestral sino semestral, solo necesitan de un informe de calificación de riesgo, no necesitaran contar con un representante de obligacionistas, ni elevar a escritura pública los actos emisión, además para su ingreso basta la presentación del

último ejercicio, la información financiera individual anual auditada. (“Reglamento del Mercado Alternativo de Valores,” 2012). Otros beneficios van sobre los costos de estructuración, prospectos que se rigen por formatos estándares.

1.5.2. Marco conceptual (Glosario de términos)

1.5.2.1. Los mercados financieros

Los Mercados financieros se clasifican tradicionalmente en monetario y de capitales. El primero por medio de la intermediación financiera capta el ahorro (operación pasiva) de los depósitos e inversiones de los clientes que gana una tasa mínima de acuerdo al monto de su depósito y lo coloca (operación activa) en créditos personales, empresariales o hipotecarios. Esta intermediación es llevada a cabo por entidades bancarias, cooperativas, mutualistas y otros intermediarios bancarios. El segundo tendrá una explicación más detallada a continuación.

1.5.2.2. El mercado de capital

“El mercado de capital tiene como función captar ahorro y financiar inversión, la que se realiza a través del Mercado de Valores y Mercado de crédito de mediano y largo plazo. El Mercado de capital juega un papel importante tanto en la asignación de recursos como en el crecimiento económico” (Andrade Guerrón & Calero García, 2014).

1.5.2.3. El mercado de valores

El Mercado de Valores, es una vía de desintermediación financiera, que recoge los ahorros y excedentes de los inversionistas y los orienta a actividades productivas. Es canal para que unos reciban fondos de otros a una tasa de interés que es la rentabilidad para el inversionista y es sacrificio de financiación para el emisor. Se

convierte en una alternativa de financiamiento que por medio de valores de renta fija y/o variable propone productos financieros para la inversión.

“Una característica de este mercado es el menor costo del financiamiento que se lo puede dar a corto y largo plazo. Las empresas que emiten pueden ser la empresa pública y privada. También se clasifica según el lugar donde se negocia siendo el bursátil cuando se negocia dentro de la bolsa de valores, extrabursátil cuando se da como pacto entre partes y no se rigüe por la oferta y demanda del mercado de valores” (Galarza, 2014), y la privada es cuando no constan en el registro de mercado de valores, los valores negociados. Por otro lado, todos los valores negociados a excepción del privado se deben comunicar a la superintendencia de Compañías.

El riesgo es factor crucial que se juega en cualquier inversión y este riesgo es el que debe ser minimizado por toda la política de seguridad y control alrededor de cada producto financiero pero sobre todo por la empresa que emite papeles y acciones, para que se cree un clima de confianza en el inversionista (Delgado, 2016).

1.5.2.1. Intervinientes en el proceso de emisión

1.5.2.1.1. Las Bolsas de Valores

“Las Bolsas de Valores, son instituciones son entidades anónimas que permiten con su infraestructura física y tecnológica la negocian de valores entre el vendedor y comprador por medio de subastas que se rigen por la oferta y la demanda. En Ecuador existe las bolsas de valores de Quito y Guayaquil como imagen de la bipolaridad regional” (Galarza, 2014); y en contradicción a la tendencia actual de unificación o integración de la región con las bolsas de valores como el caso del MILA en el 2010 entre Colombia, Perú y Chile o como el Euronext en el 2000.

1.5.2.1.2. Las casas de valores

Las Casas de Valores, son compañías anónimas que actúan de intermediarios administradores y asesores entre el emisor y receptor de los valores, su función es la viabilizar la transacción y son controladas por la superintendencia de compañías, actúan por medio de operadores de bolsa inscritos en el registro de Mercado de valores con quienes tienen una responsabilidad solidaria. La Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil les permite actuar como banca de inversión previa autorización de la superintendencia de compañías.

1.5.2.1.3. Administradoras de fondos y fideicomisos

Son sociedades anónimas que tomando recursos del público y juntándolos crean un patrimonio común (Ordóñez Alemán, 2015), que puede ser invertido en activos o documentos, es decir administran fondos de inversión y fideicomisos según las leyes para tal efecto. También pueden actuar como emisores en un proceso de titularización, pero lo característico de estos es administrar fondos de inversión, negocios fiduciarios fondos internacionales de inversión.

1.5.2.1.4. Depósito Centralizado de Valores

“Depósitos Centralizados de Valores son instituciones públicas o compañías anónimas que actúan como cámara de compensación de valores que reciben en depósito los valores negociados, que los custodian, protegen y entregan, tras su respectivo registro, en la liquidación. En Ecuador existe una institución privada denominada DECEVALE y la otra pública que lo constituye el Banco Central del Ecuador (DCV-BCE)” (Mendoza, 2015).

“Este también puede tener la función de agencia numeradora según la Ley de Mercado de Valores del 2014, en su artículo 62. Esta función consiste en entregar un código ISIN con él que se numerará los Valores que se desean transar a nivel internacional” (Diario La Hora, 2014).

1.5.2.1.5. Calificadora de riesgo

Calificadoras de riesgo son pueden actuar como sociedades anónimas y compañías de responsabilidad limitada ellos dan una calificación de riesgo tanto de los valores como de los emisores. Esta calificación consiente la certificación dada por la calificadora de que el emisor es solvente y existe tal probabilidad de pago para cumplir los compromisos adquiridos.

1.5.2.1.6. Auditorias

Las Auditoras son quienes auditan a los emisores de valores para dar su criterio sobre los estados financieros y su razonabilidad, además dan las recomendaciones necesarias para los respectivos procesos contables y de control interno si fuese el caso para que se apegue a la normativa vigente.

1.5.2.1. Productos financieros

Los productos financieros o valores que se cotizan a octubre del presente año en el mercado de valores del Ecuador en el sector público son valores de renta fija como Bonos de estado, certificados de depósito, certificados de inversión, certificados de tesorería, cupones de capital, notas de crédito, reporto, TBC - títulos del banco central, titularizaciones, valores no inscritos REVNI, nota promisorio - garantía FID, reporto-bono global 2015 - DEC 533. En tanto en el sector privado los valores en renta fija son: aceptaciones bancarias, avales bancarios, cédulas hipotecarias, certificados de ahorro, certificados de depósito, certificados de inversión, certificados financieros, cupones de capital, cupones de interés, REVNI - pagare tipo II, facturas comerciales negociables, letras de cambio, obligaciones corporativas, obligaciones convertibles en acciones, papel comercial, pólizas de acumulación, reporto, titularizaciones, valores no inscritos REVNI, pagare tipo IIREVNI, cupón interés y capital, depósitos a plazo cup/amort. grad., certificado de ahorro a plazo; Mientras en renta variable el

sector privado cotiza acciones, valores de participación, valores no inscritos REVNI, certificados de aportación (BVQ, 2016a).

Se considera valores según el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores (Asamblea, 2014a) a los derechos sobre todo económicos que se puede negociar en el mercado bursátil ya conste en un soporte cartular o anotaciones en cuenta. La clasificación de los valores que se destacan según los informes de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros consta de: 1. Obligaciones, 2. papel comercial, 3. acciones, 4. opas, 5. certificados de aportación, 6. titularizaciones y 7. Notas promisorias.

1. Las obligaciones consisten en deuda que se va a emitir a largo plazo, esta tendrá una explicación en un apartado distinto.
2. Papel comercial es un tipo de obligación de corto plazo, para plazos menores de 360 días, aunque los programas de emisión tienen un plazo de hasta 720 días; y pueden ser emitidos por toda compañía inscrita en el registro de Mercado de Valores
3. Acción es un título o valor representativo de una parte del capital social de una compañía anónima. De acuerdo al tipo de acción puede el legítimo titular tener derecho a voto. Pueden emitirlos en una oferta primaria o secundaria ya las compañías anónimas y de economía mixta que se funden mediante constitución sucesiva o suscripción pública o hagan un aumento de capital de esa manera. De las acciones el inversionista espera obtener dividendos (BVQ, 2016b).
4. Opas. Son las obligaciones convertibles en acciones, por las que el inversor puede ser accionista de la empresa y beneficiarse de los dividendos o

negociarlo en el mercado secundario (Navarrete Cedeño). Estas pueden ser emitidas por compañías anónimas.

5. Certificados de aportación, es una forma de capitalizar una mutualista para cumplir con el patrimonio técnico mínimo requerido por el órgano competente y que según la resolución No. CNV-010-2012 lo califica como valores negociables en el mercado de valores (CACEBCE, 2016).
6. Titularizaciones. es el proceso con el cual se hace negociables expectativas de flujo de fondos de ilíquidos activos de un proyecto rentable con cargo a un patrimonio autónomo. Esta titularización se realiza por medio de fideicomisos mercantiles y fondos colectivos y pueden ser titularización de cartera, de inmuebles, de proyectos inmobiliarios, de flujos de fondos en general, dependiendo de la clase de activo que se va a titularizar, se pueden emitir valores de renta fija o variable.
7. Notas promisorias. Son obligaciones emitidas por GAD Municipales para financiar sus obras con un plazo máximo de 10 años, y están catalogados dentro de valores de renta fija. Como en toda obligación se deberá pagar determinado monto en un determinado tiempo con los intereses respectivos (Vintimilla Izquierdo, 2014)

1.5.2.1. ¿Qué son las obligaciones?

Obligaciones son valores representativos de deuda que buscan captar recursos del público, creados y reconocidos por el emisor. Las condiciones con las que se emiten hacen exigible el cobro de interés y el capital ya sea al vencimiento o mediante cupones. Pueden emitirlos las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador y organismos seccionales. (BVQ, 2016).

Tanto la tasa como el pago de intereses o cupones son establecidos durante su emisión, el pago del capital cuanta con una fecha de vencimiento específico, por otro lado como apunta Andrade Vélez, 2016 cada bono valorado tendrá una tasa de descuento diferente dependiendo del riesgo de default del mismo, siendo las tasas más altas o más bajas para bonos que impliquen más o menos riesgo respectivamente. Si el bono es negociado públicamente en el mercado de valores y el precio del mercado es disponible, debería ser igual al valor de mercado la tasa de descuento para calcular el valor presente de los cupones y el valor nominal.

En el artículo 62 de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil indica que las obligaciones se pueden emitir de forma sindicalizada, esta nueva figura creada indica que varias compañías pueden ser emisoras de una sola obligación, en el siguiente artículo indica que las garantías serán generales acerca de la emisión y específicas al respecto de los emisores y que no se podrán convertir estas obligaciones en acciones (Asamblea, 2014).

1.5.2.2. Proceso de emisión de obligaciones

El proceso de emitir obligaciones pasa por la resolución de la junta general, contratación de asesores de Casa de valores y el estructurador, la obtención de una calificadora de riesgos, el contrato de representación de los obligacionistas, el contrato del agente pagador, la elaboración del contrato de Emisión de Obligaciones, la socialización del prospecto de oferta pública, la autorización de la SCVS, la inscripción en el registro de mercado de valores, la inscripción en la Bolsa de valores, la colocación de los valores en el mercado, la negociación de los valores, la periodicidad de información para la SCVS, y la Bolsa de Valore, la actuación de representante de obligacionistas.

Este proceso implica un tiempo determinado que podemos establecerlo según la estimación de Méndez Calderón, 2009 en 4 meses y Ordóñez Alemán, 2015 en 10 semanas, es decir 2 meses y medio. Este rango podría ser el esperado al emitir obligaciones en condiciones normales de mercado. Más detalladamente tenemos:

Tabla 3 Rango Máximo Tiempo de Emisión de Obligaciones

Rango máximo del tiempo de emisión de obligaciones

Rango máximo del tiempo de emisión de obligaciones		
Etapas	Detalle	Días
1	Junta de Accionistas	1
	Contrato de Asesoría	2
	Análisis del emisor	25
	Presentación de características	4
	Elaboración escritura pública	10
2	Calificación de Riesgo	25
	Elaboración prospecto oferta pública	12
3	Aprobación SCVS.	15
	Publicación de Resolución	3
	Impresión títulos y prospectos	5
4	Autorización en la Bolsa de Valores	7
	Otros trámites	10
Total		4 meses

Fuente: Elaboración propia con base a Méndez Calderón, 2013

Como parte del proceso de Emisión de Títulos de Renta Fija en especial las Emisiones de Obligaciones, es fundamental mostrar un comparativo de costos frente al mercado bancario tradicional, así como también, los créditos directos según tipo de crédito y tipo de empresa del sistema financiero en Perú.

Ilustración 1 Costos de Estructuración E/O

COSTOS INICIALES		
EMISION DE OBLIGACIONES		
PATRIMONIO		11.658.000
MONTO REQUERIDO		2.000.000

Preparación de la emisión		
		US\$
Comisión Asesoría Casas de Valores	0,05%	1.800
Calificación de Riesgo		1.800
Prospecto y gastos notariales		1.600
Representante Obligacionistas		1.800

↓

Inscripción en el Registro de Mercado de Valores		
Cuota		200

↓

Inscripción en Bolsa de Valores		
Cuota BVG	0,02%	2331,6

↓

Colocación de los Títulos		
Comisión colocación Casas de Valores	0,0175%	350
Comisión del Agente Pagador	0,05%	1.000
Comisión Negociación BVG	0,09%	1.800

↓

TOTAL COSTO	US\$	12.682
FONDOS NETOS OBTENIDOS	US\$	1.987.318

Fuente: Elaborado por el autor

Esta ilustración muestra que PYMES bajo el esquema de sindicalización deciden emitir dos millones de dólares en títulos de Renta Fija, el costo Bursátil es alrededor del 0.63%, mismo, que puede ser asumido por las PYMES que intervienen en dicho proceso.

Ilustración 2 Tasa Interna de Retorno vs Banca Tradicional

TABLA DE AMORTIZACION OBLIGACIONES												
Plazo					3,00 años							
Tasa Cupón					7,75% anual							
Cupón	Fecha	Días	Saldo por amortizar	Intereses	Amortización de Capital	Actualización Calif. Riesgo	Cuota Mantenimiento en BVG	Representante Obligacionista	Agente Pagador	subtotal Comisiones	Flujo	
0	18/6/2014		2.000.000,00				4.000,00		800		1.978.274,00	
1	18/9/2014	90	2.000.000,00	38.750,00							38.750,00	
2	18/12/2014	90	1.666.666,67	38.750,00	333.333,33			500,00		500,00	372.583,33	
3	18/3/2015	90	1.666.666,67	32.291,67							32.291,67	
4	18/6/2015	90	1.333.333,34	32.291,67	333.333,33	500,00	2.666,67	500,00		3.666,67	369.291,66	
5	18/9/2015	90	1.333.333,34	25.833,33							25.833,33	
6	18/12/2015	90	1.000.000,01	25.833,33	333.333,33	500,00		500,00		1.000,00	360.166,66	
7	18/3/2016	90	1.000.000,01	19.375,00							19.375,00	
8	18/6/2016	90	666.666,68	19.375,00	333.333,33	500,00	1.333,33	500,00		2.333,33	355.041,66	
9	18/9/2016	90	666.666,68	12.916,67							12.916,67	
10	18/12/2016	90	333.333,35	12.916,67	333.333,33	500,00		500,00		1.000,00	347.250,00	
11	18/3/2017	90	333.333,35	6.458,33							6.458,33	
12	18/6/2017	90	-	6.458,33	333.333,33						339.791,66	
						1.999.999,98	2.000,00	8.000,00	2.500,00	800,00	8.500,00	4.258.023,98
										TIR	8,96%	
		183			(21.726,00)	(0,01)						
		6,1			tasa efectiva = (1 + tasa nominal/p) ^np - 1							
										Esta tasa representa el costo efectivo anual de obtener recursos vía emisión de Obligaciones		

Las PYMES deberán comparar entre emitir Títulos de Renta Fija, a través del REB y devengar una Tasa Interna de Retorno del 8.96%, frente recurrir a la Banca tradicional y conseguir financiamiento al 22% o 26% tasa Activa máxima anual.

Tabla 4 Créditos Directos según tipo de crédito y tipo de empresa (miles US\$)

TIPO DE CRÉDITO	BANCA	EMPRESAS	INSTITUCIONES	ARRENDAMIENTO	TOTAL
	MÚLTIPLE	FINANCIERAS	FINANCIERAS	FINANCIERO	
NO BANCARIAS					
CORPORATIVOS	15.856.959	1.464	87.390	9.287	15.955.100
GRANDES EMPRESAS	12.001.956	9.571	19.061	54.582	12.085.169
MEDIANAS EMPRESAS	11.654.785	117.235	494.595	62.414	12.329.029
PEQUEÑAS EMPRESAS	4.160.788	786.898	1.882.860	10.670	6.841.215

Fuente: La Financiación de las Pymes en Iberoamérica.

1.6. Formulación de hipótesis y variables

1.6.1. Hipótesis Nula

Los beneficios sobre financiamiento que brinda el REB para las Pymes por la emisión de títulos de renta fija, provocaran mayores riesgos para los Inversionistas Institucionales.

1.6.2. Hipótesis particulares

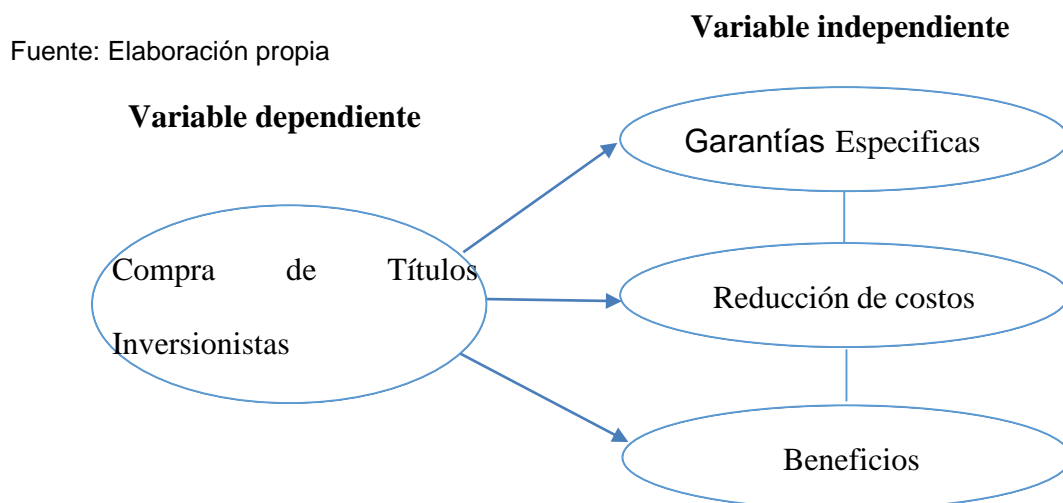
H1. Las garantías específicas por las emisiones de títulos de renta fina, incentivarían las opciones de compra de los inversionistas Institucionales.

H2. El Registro Especial Bursátil reduce ciertos costos por la emisión de títulos de renta fija para las pymes, habrá una mayor participación en el mercado de valores.

H3. El Registro Especial Bursátil tiene beneficios tributarios y bursátiles por la emisión de obligaciones para las pymes, para una mayor participación en el mercado de valores.

1.6.3. Variables (Independientes y dependientes)

Figura 2. Diagramación de las variables



Problemas	Objetivos	Hipótesis	Operacionalización de las Variables			
			VI Y VD	Variables empíricas	Indicadores	Items
¿El REB permitirá una mayor participación en el mercado de Valores?	Determinar la percepción sobre el proceso, costos, beneficios dados por el REB desde los intervinientes en un proceso de emisión de	Sí el REB es aceptado, habrá una mayor participación en el mercado de valores	VI. Aceptabilidad del REB	EL REB es conocido, funcional, tiene beneficios o debe hacerse correcciones.	Es funcional	¿Es funcional el REB? (C)
					Favorece la participación Oportunidad Factibilidad Desconocimiento Costo Recomendaciones	¿Favorece REB para que las pymes participen en Bolsa? (ES) ¿Han calificado alguna pyme desde la RLMV y el REB? (C) Participaría en la MV (NE) No ha participado por desconocimiento (NE) No ha participado por los costos (NE) ¿Recomendaciones ante la nueva reforma? (E)
¿El proceso de emisión de obligaciones, plantea numeros requisitos que imposibilita el acceso al financiamiento por el MV?	Describir el proceso de emisión de obligaciones en el REB	H1. Sí el REB adecua los procesos de emisión de obligaciones para las pymes, habrá una mayor participación en el MV.	VI1. El REB adecua los procesos de emisión de obligaciones para las pymes	El REB adecua los procesos de emisión de obligaciones en la calificación de riesgo, en la estructuración y requisitos.	Analisis estadístico	Analisis estadístico de la participación de las pymes en el MV.
					Garantías Seguridad Segmentación Evaluación Calificación Objetivo Conocimiento Costo Rentabilidad Tarifas Monto Objeto Ventajas Rentabilidad Preferencia Beneficios Satisfacción Continuidad Beneficios Conveniencia Conocimiento Ventajas	¿Qué tipo de garantías le ha solicitado la calificadora de riesgos? (E) ¿Qué entidades le dan seguridad para emitir obligaciones? (E) ¿Existe algún tipo de segmentación en montos? (ES) ¿Evalúa garantías generales o específicas? (C) ¿Mejoraría su calificación de riesgo con garantías específicas? ¿Qué evalúan las calificadoras de riesgo? (C) ¿Conoce el proceso de emisión de obligaciones? (NE) Indique el costo porcentual de la emisión de obligaciones. (E) ¿Es preferible emitir obligaciones o pedir un crédito en la banca? (E) ¿Tiene tarifas diferenciadas para las pymes? (ES) ¿Al calificar, consideran el monto colocado? (C) ¿De qué depende la tarifa del servicio prestado? (C) ¿Qué conviene a las pymes ir a la banca o al mercado de valores? (C) ¿Cuál es el retorno que esperan los inversionistas de una emisión?(C) Prefiere la banca, al mercado de valores (NE)
¿Los costos que se producen en la emisión de obligaciones hacen posible participar en el MV?	Diagnosticar los costos en un proceso de emisión de obligaciones en el REB	H2. Sí el REB reduce los costos de la emisión de obligaciones para las pymes, habrá una mayor participación en el MV.	VI2. El REB reduce los costos de la emisión de obligaciones para las pymes	El REB redujo los costos, por ello es más rentable, según montos, excepciones, y tarifas.		
¿Existen beneficios que fomenten la participación de las Pymes en el MV?	Evaluar los beneficios que da el REB para la emisión de obligaciones.	H2. Sí el REB tiene beneficios para la emisión de obligaciones para las pymes, habrá una mayor participación en el MV.	VI3. El REB tiene beneficios para la emisión de obligaciones para las pymes	El REB tiene beneficios, por ello la continuidad, satisfacción, conveniencia y ventajas de emitir obligaciones		Indique beneficios al emitir obligaciones. (E)
					Beneficios Satisfacción Continuidad Beneficios Conveniencia Conocimiento Ventajas	¿Están satisfechos por la emisión de obligaciones? ¿por qué? (E) ¿Por qué seguirían emitiendo obligaciones? (E) ¿Enumeré los beneficios que otorga el REB? (ES) ¿Les conviene calificar una pyme? (C) Conoce los beneficios del REB (NE) Emitir mejoraría, sus indicadores financieros(NE)

1.7. Aspectos metodológicos de la investigación

Este proyecto procura seguir todos los protocolos para el quehacer investigativo con tipos de estudio, métodos de investigación y técnicas e instrumentos de recolección de información para alcanzar los objetivos de investigación planteados.

1.7.1. Tipo de estudio

El presente trabajo de investigación utilizará una metodología de diseño concluyente bajo aspectos descriptivos y causal, a través de la recolección de información cuantitativa y cualitativa de fuentes primarias y secundarias. Es también una investigación bibliográfica al hallar información de fuentes de entidades públicas y privadas que están debidamente sustentadas, siendo información fidedigna y relevante para el fortalecimiento del análisis del problema.

1.7.2. Método de investigación

De acuerdo con Hernández (2014) el método deductivo “es la deducción de un tema general que parte de premisas o hipótesis para llegar a una conclusión particular sobre la investigación” (p. 312). Para la investigación se aplicó el método deductivo debido a que se buscó llegar a conclusiones sobre los hechos sujetos a estudios sobre la situación de las pymes en cuanto a la inversión dentro del mercado de valores.

Se desarrolló métodos empíricos donde se procedió al análisis de información de fuentes primarias obtenidas de organismos oficiales que están involucrados en el mercado de valores, datos bibliográficos a nivel teórico sobre financiamiento, para lograr realizar una contextualización de toda la información reflejada en datos cuantitativos dentro del análisis e interpretación de resultados.

1.7.3. Fuentes y técnicas para la recolección de información

Las fuentes que responden a la investigación, son a nivel teórico la base de datos publica de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, los datos de la bolsa de valores de Quito y Guayaquil, y diversas fuentes, primarias, secundarias y bibliográficas.

Posteriormente se usa de unas entrevistas en profundidad donde se interpela a las pymes emisores de obligaciones, a una calificadora de riesgo y una estructuradora de obligaciones. Luego se toma toda esa información para tabularla en una hoja de Excel donde se categorizan las variables según el REB, costo, proceso y beneficios. El análisis respectivo se escribe en el presente documento haciendo uso de criterio éticos y técnicos de explicación. Así mismo, se realiza una encuesta a pymes que no han emitido obligaciones y se sondea el conocimiento de esta alternativa de financiamiento.

1.7.4. Población de estudio y tamaño de la muestra

Para el desarrollo de la investigación se procedió a realizar un total de seis entrevistas, donde 3 pymes que han emitido, de tres pymes que no han emitido valores, de una estructuradora y una calificadora de riesgo. La respuesta obtenida de tres pymes no emisores son de Sasetaf S.A., Inversancarlos S.A., Telbec S.A. La respuesta de las cinco pymes emisoras del 2017, como Fecorsa industrial y comercial S.A., Labiza S.A., Danielcom equipment supply S.A., Supraplast s.a., Impexazul s.a., tan solo las tres primeras aceptaron la entrevista. La calificadora de riesgo que proporciona la información fue Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana S.A. La estructuradora que manifestó su opinión fue casa de valores Advfin S.A.

1.7.5. Tratamiento de la información

La información documental se ha procurado siguiendo los objetivos presentarlos en tablas y figuras, mientras que las opiniones de las entrevistas se ha procurado tabularlas desde la perspectiva de lo más relevante que ha ser mencionado, categorizándolo desde la aceptación, costos, proceso y beneficios.

Se desarrolló un análisis de toda la información obtenida a través de la recolección de información con el fin de realizar lo siguiente:

- Analizar lo referente al tema de investigación
- Exponer los resultados del estudio.
- Analizar las tablas con información de tipo estadística y financiera.
- Interpretar cada una de las tablas y gráficos
- Exponer el criterio del autor bajo la contextualización de la información sujeta a análisis.

La información que fue obtenida de fuentes bibliográficas y documentales se citó con el fin de cumplir con la justificación y referencia de autores que son los propietarios de los soportes teóricos utilizados para el desarrollo de la presente investigación.

2. CAPÍTULO 2: ANÁLISIS, PRESENTACIÓN DE RESULTADOS Y DIAGNÓSTICO

2.1. Análisis de la situación actual

2.1.1. Importancia del mercado de valores

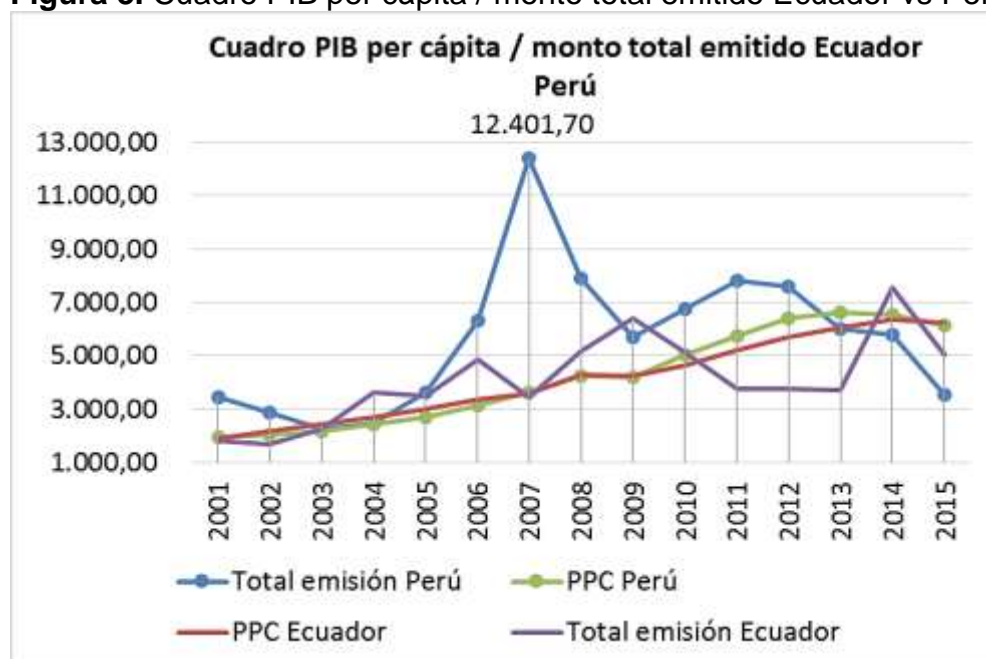
La capacidad transaccional que tiene el mercado de valores, es sin duda la más grande propiedad que tiene este sector, pues a través del mercado de valores, se puede mover contingentes capitales para expandir empresas a nivel local, regional, nacional e internacional. El poder invertir u obtener financiamiento por este medio es primordial para la economía de un país.

Tabla 5
Cuadro PIB per cápita / Monto total emitido Ecuador Perú

Cuadro PIB per cápita / monto total emitido Ecuador Perú				
PIB per cápita (US\$ a precios actuales)/ Emisiones(millones de dólares)				
Año	PPC Ecuador	PPC Perú	Total emisión Ecuador	Total emisión Perú
2001	1.903,74	1.964,57	1.807,08	3.433,40
2002	2.183,97	2.046,38	1.682,39	2.873,70
2003	2.440,47	2.191,37	2.257,51	2.254,50
2004	2.708,56	2.445,45	3.626,76	2.466,90
2005	3.021,94	2.714,48	3.501,83	3.627,60
2006	3.350,78	3.143,55	4.865,37	6.308,70
2007	3.590,71	3.611,20	3.469,76	12.401,70
2008	4.274,94	4.244,54	5.171,00	7.887,70
2009	4.255,56	4.178,82	6.427,28	5.710,10
2010	4.657,30	5.056,30	5.105,92	6.748,60
2011	5.223,38	5.731,70	3.760,64	7.817,20
2012	5.702,17	6.389,63	3.748,12	7.616,60
2013	6.051,61	6.609,71	3.722,27	6.002,30
2014	6.345,84	6.549,39	7.544,14	5.788,30
2015	6.248,11	6.121,86	5.046,92	3.516,20
TOTAL	61.959,08	62.998,96	61.736,99	84.453,50

Fuente: Base del PIB per cápita del banco mundial y la información de bolsa de Ecuador y Perú

Figura 3. Cuadro PIB per cápita / monto total emitido Ecuador vs Perú



Fuente: Elaboración propia con base del PIB per cápita del Banco Mundial y la información de bolsa de Ecuador y Perú

Desde el análisis comparativo de la figura 3 sobre la evolución del Producto interno bruto de Ecuador y Perú se observa que tienen una Evolución desde el 2001 similar, que desde el 2009 al 2014 se nota un crecimiento superior en Perú, en el 2015 se observa que el Producto Interno bruto Per Cápita del Ecuador es ligeramente superior. Desde el 2001 se muestra un crecimiento sostenido hasta el 2009 donde se acelera el crecimiento sobretodo en Perú hasta el 2014 donde se estabiliza e incluso disminuye levemente.

Al respecto de la emisión de valores se observa que en valores reales los montos desde el 2005 son mayores a los 6.000 millones de dólares en el mercado de valores del Perú a excepción del 2009 hasta el 20013 donde comienza a decrecer.

Por el contrario, en Ecuador los montos emitidos son inferiores a los seis mil millones de dólares a excepción del 2009 y 2014. Las fluctuaciones en la evolución del mercado bursátil en Perú muestran una mayor volatilidad quizá producto de la mayor dependencia de los valores de renta variable, esto acontece sobre todo por la

oferta de fondos mutuos de renta fija y variable con bajas tasas de interés” (Taramona, 2008), donde proliferó la inversión en 2,5 mil millones y luego de menos de dos años se contrajo en 2,3 mil millones a esto se ha denominado “capitales golondrinas” que dejó el registro del pico en el 2007. Esto fue regulado en el 2010 al elevar 65% a 120%, la tasa de encaje marginal.

Por otro lado, la volatilidad del mercado ecuatoriano se observa menor y es sabido que la inversión a largo plazo en los mercados financieros es capaz de reactivar la economía y mejorar el PIB nacional, a sí se ve, como la tendencia es positiva en ambos casos hasta el 2014 donde comienza el precio de petróleo a descender. Para el 2012 se analizaba que el número emisoras en Ecuador era dos veces menor a Colombia y tres veces al Perú, y parecido al de Bolivia.

2.1.2. Las pymes emisoras de obligaciones

Tabla 6
Número de emisiones de obligaciones. Periodo 2002-Julio 2016

Número de emisiones de obligaciones Periodo 2002-Julio 2016	
Producto financiero	Número de emisiones
Obligaciones	565
Oca	19
Papel comercial	182
Acciones	46
Opa's	1
Certificados de aportación	1
Facturas comerciales	9
Titularización	228
Notas promisorias	2
Total	1053

Elaborado por: El autor

En la tabla 4 se puede evidenciar que en el mercado bursátil se ha desarrollado entre el 2002 y julio del presente año, tienen diversos productos ya explicados entre ellos el que más acogida ha tenido son las obligaciones siguiendo la lógica que en

nuestro país se financia sobre todo por valores de renta fija. El número de emisiones de obligaciones que se han dado es de 565, seguido de titularizaciones y papel comercial.

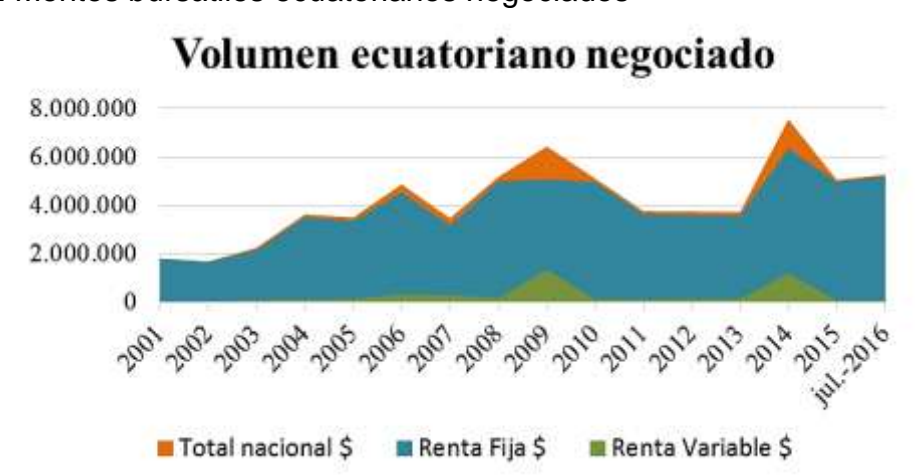
2.2. Análisis comparativo, evolución, tendencias y perspectivas

Tabla 7
Volumen nacional negociado

Volumen nacional negociado			
(Miles de dólares)			
TIPO	Total nacional \$	Renta Fija \$	Renta Variable \$
2001	1,807,079	1,797,381	9,698
2002	1,682,394	1,662,562	19,832
2003	2,257,509	2,163,703	93,806
2004	3,626,763	3,519,777	106,986
2005	3,501,832	3,355,234	146,598
2006	4,865,367	4,541,811	323,556
2007	3,469,764	3,179,986	289,778
2008	5,171,000	4,993,032	177,969
2009	6,427,284	5,070,857	1,356,427
2010	5,105,921	4,973,836	132,086
2011	3,760,636	3,647,719	112,917
2012	3,748,117	3,603,982	144,135
2013	3,722,267	3,573,902	148,365
2014	7,544,138	6,341,090	1,203,048
2015	5,046,923	4,969,257	77,666
jul-16	5,264,114	5,201,489	62,625
TOTAL	67,001,108	62,595,618	4,405,490

Elaborado por: El autor

Figura 4. Montos bursátiles ecuatorianos negociados



Fuente: Elaboración propia con base al informe bursátil de BVQ-octubre 2016

Se observa en la tabla 5 que el volumen negociado en renta fija totalizado para estos periodos es del 93,4 % y para renta variable apenas un 6.6%, siendo en el 2015 la renta fija un 98,5 %. Para todo este periodo analizado nunca a sido inferior al 84% que es la inversión en renta fija dada en el 2014. Es claro que según la teoría de jerarquía de financiamiento en Ecuador las empresas prefieren mantener la seguridad en el dominio de sus empresas y no se abren a otros capitales. Por otro lado, los inversionistas podrían no interesarse en esta inversión al no existir las suficientes garantías jurídicas y financieras, como los rendimientos esperados.

Figura 5. Montos bursátiles peruanos negociados



Fuente: Elaboración propia con base al informe bursátil de BVP-octubre 2016

Se observa que la forma de invertir en el mercado bursátil es diversa, pues allí tiene un mayor transaccionalidad la renta variable siendo en todo el periodo analizado el 66.6% en renta variable del total negociado y un 33.4% lo representativo en renta fija que implica instrumentos de deuda, reporte, plazo con prima, colocación primaria, MIENM. Para el 2015 el porcentaje de inversión en renta variable fue del 54% y el de renta fija 46%. Desde el 2006 la inversión en renta variable ha predominado con un mínimo del 54% de la inversión total en el 2015. (BVL, 2016).

Figura 6. Montos bursátiles ecuatorianos público/privado, renta fija/renta variable



Fuente: Elaboración propia con base al informe bursátil de BVQ-octubre 2016

El portafolio de inversiones destaca al sector público que domina con un 66% en el 2015 frente a un 34% de la inversión privada, manteniéndose la tendencia (Rosero M., 2013) a octubre del presente año donde continua siendo el mayor participante del mercado de valores aportando con el 52, 83%, mientras que el sector privado con el 47,17% . Así mismo, al 2015 los títulos en renta fija llegan a ser un 98% del total colocado y a octubre del presente año son el 19.17%.

Tabla 8
Monto y número de obligaciones negociadas en Ecuador

Monto y número de obligaciones negociadas		
(MILLONES DE DÓLARES)		
Año	Número	Monto
2005	17	103800
2006	25	126104
2007	20	93000
2008	40	260650
2009	39	177900
2010	48	405700
2011	62	332450
2012	78	495750
2013	66	276100
2014	67	394450
2015	49	406700
jul-16	21	203200
TOTAL	532	3.072.604

Fuente: Base a datos de la SCVS

Figura 7. Monto y número de obligaciones negociadas en Ecuador



Fuente: Elaboración propia con base al informe bursátil de la SCVS

La evolución de emisión de obligaciones muestra una tendencia decreciente desde I 2012 donde se dio su pico, además se percibe una correlación directamente proporcional entre el número de emisiones y el monto de emisión a excepción del 2010 y el 2015 que se muestra una reacción atípica, que ante una disminución del número de emisiones se da un mayor monto emitido.

2.3. Presentación de resultados y diagnósticos

Tabla 9
Opinión de los que han emitido obligaciones

Opiniones de los que han emitido obligaciones	
Cuestión	Opinión
	- Menor tasa de interés
Indique beneficios al emitir obligaciones.	- <i>Mejoramiento de indicadores financieros, Internacionalización de la empresa</i>
¿Están satisfechos por la emisión de obligaciones? ¿Por qué?	- Liquidez - Reconocimiento - <i>Liquidez</i>
¿Por qué seguirían emitiendo obligaciones?	- Si - Hacer inversiones y obtener financiamiento
¿Qué tipo de garantías le ha solicitado la calificadora de riesgos?	- Generales - <i>Generales</i> - Ambas
¿Qué entidades le dan seguridad para emitir obligaciones?	- Superintendencia de Compañías - <i>Calificadoras de riesgo</i> - Bolsas de valores
Indique el costo porcentual de la emisión de obligaciones.	8%
¿Es preferible emitir obligaciones o pedir un crédito en la banca?	- Emisión de obligaciones
¿Recomendaciones ante la nueva reforma?	- Ninguna - <i>Mejor para los emisores</i> - Agilidad en los tramites

Elaborado por: El autor

La opinión de las empresas emisoras de obligaciones es indican lo positivo de utilizar esta alternativa, pues manifiestan que esta opción mejora los indicadores financieros y la internacionalización de la empresa, aseguran haber obtenido liquidez y reconocimiento, que tienen la suficiente seguridad por el control de la Superintendencia de Compañías Valores y seguros, la calificadora de riesgo y la intervención de la Bolsas de valores. Consideran que el costo de emisión borde el 8% del monto colocado siendo ventajoso comparándolo con el crédito bancario.

Tabla 10
Opinión de la estructuradora sobre el REB

Opinión de la estructuradora sobre el REB	
Cuestión	Opinión
¿Enumeré los beneficios que otorga el REB?	<ul style="list-style-type: none"> - No necesita calificadora de riesgo - Menores comisiones - Las pymes pueden participar - Lo pueden hacer sindicalizada mente
¿Existe algún tipo de segmentación en montos en el servicio de estructuración?	- No solo segmentación en cuanto a negocios productivos.
¿Tiene tarifas diferenciadas para las pymes?	<ul style="list-style-type: none"> - El costo es según las horas empleadas. - Con el REB al no existir la calificación de riesgo el costo disminuiría
¿Favorece la nueva reforma a la ley de mercado de valores para que las pymes participen en Bolsa?	- Sí

Elaborado por: El autor

La casa de valores tiene la facultad de estructurar los portafolios de inversión, dar asesoría, información y prestar servicio de consultoría. Es este contexto se destaca al REB en cuanto no necesita de calificadora de riesgo, hay menores comisiones,

invita a participar a las de pymes en el proceso de emisión incluso de manera sindicalizada. Por otro lado, los costos que tienen se basan en las horas empleadas en el proceso, aunque no tienen una segmentación por los montos emitidos sino por la clase de producto que se coloca. En definitiva, opinan que es favorable la nueva reforma y el REB.

Tabla.11

Opinión de la calificador de riesgo sobre el REB

Opinión de la calificador de riesgo sobre el REB	
Cuestión	Opinión
¿Les conviene calificar una pyme?	- Depende del monto colocado
¿Evalúa garantías generales o específicas?	- Ambas
¿Mejoraría su calificación de riesgo con garantías específicas?	- Sí
¿Qué evalúan las calificadoras de riesgo?	- La capacidad de cumplir el pago
¿Al calificar, consideran el monto colocado?	- La capacidad de pago de ese monto
¿De qué depende la tarifa del servicio prestado?	- Monto colocado
¿Qué les conviene a las pymes ir a la banca o al mercado de valores?	- Por la informalidad, tienen calificación baja
¿Cuál es el retorno que esperan los inversionistas de una emisión de una pyme?	-8%
¿Es funcional el REB?	- Intenta que participen las pymes, pero es difícil en la práctica
¿Han calificado alguna pyme desde la reforma de la ley?	- No

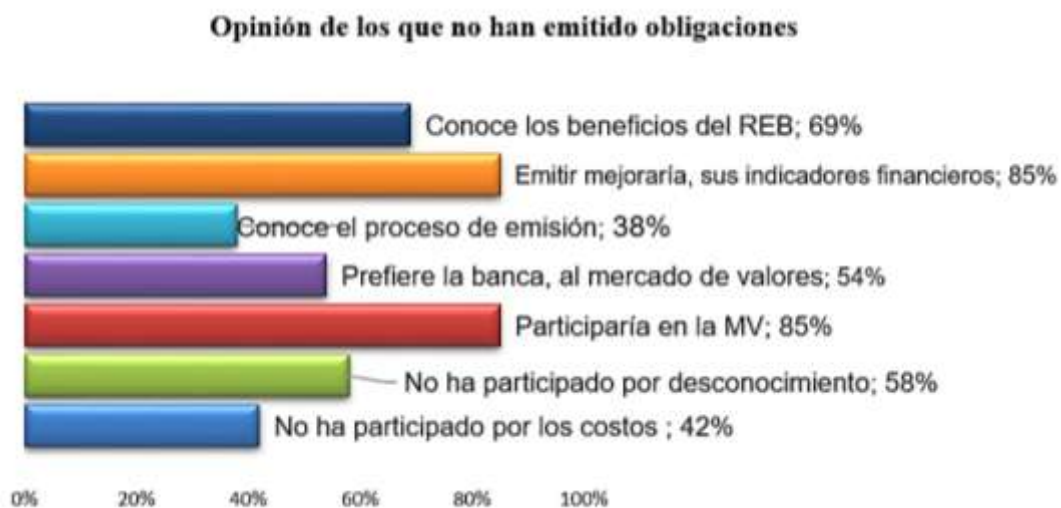
Elaborado por: El autor

En la tabla 9 se puede apreciar que la calificador de riesgo teniendo como naturaleza el ser auditora es un requisito para la emisión de algunos valores, ella ve difícil la participación de las pymes en el mercado bursátil por la informalidad con la que se manejan a nivel operativo y administrativo estas empresas. Estas al dar su calificación de capacidad de pago de la empresa evalúan garantías generales y

específicas, y manifiestan que el costo de esta calificación es en función del monto colocado.

Así mismo, afirman que los inversionistas tienen una expectativa del rendimiento del 8% sobre su inversión. Por otro lado, creen recomiendan que cuando dese mejorar la calificación de riesgo es recomendable que se presenten garantías específicas añadidas a las generales.

Figura 8. Opinión de los que no han emitido obligaciones



Fuente: Base al informe bursátil de la SCVS

La percepción de quienes no han emitido obligaciones va entorno a que no lo han realizado por desconocimiento y por los costos que implican esto en un 58 y 42 % respectivamente. También un 54% afirma que prefiere el financiamiento normal por medio de la banca tradicional. De los encuestados apenas un 38% conoce como es un proceso de emisión, aunque están conscientes en un 69% que el REB trae beneficios y que es beneficioso participar en el mercado bursátil, pues mejoraría sus indicadores financieros. Este criterio lleva a afirmar a un 85% de los cuestionados que si desearían participar en este segmento del mercado bursátil.

Tabla 12
Análisis comparativo del costo de la emisión de obligaciones I

Análisis comparativo del costo de la emisión de obligaciones						
Detalle	Estudio 1	Estudio 2	Estudio 3	Estudio 4	Estudio 5	
Autores	Mendez	Medina	Coca	Ordoñez	Chango	Chago-REB
Año de análisis	2009	2013	2015	2015	2015	2015
Monto colocado	20.000.000	7.000.000	1.000.000	5.950.550	1.000.000	
Descuento de la negociación				2,37%		
	3 años	3 años	4 años	5 años	3 años	
<i>CASA DE VALORES</i>	Stanford Group		Ponderación	A Advfinsa	Promedio	
Estructurador	0,75%	0,50%	2,00%	1,00%	2,00%	1,20%
Asesoría			0,50%		0,50%	0,23%
Comisión de colocación		0,25%	0,17%		0,17%	0,09%
MERCADO DE VALORES REGISTRO		0,04%	0,40%		0,40%	0,00%
Inscripción en la SCVS	0,13%			0,05%		
BOLSA DE VALORES						
Inscripción y mantenimiento BV	0,02%	0,04%	0,17%	0,10%	0,17%	0,00%
Comisión de colocación, piso, negociación		0,09%				
Agente colocador / piso de bolsa	0,40%			1,50%		
Negociación			0,09%		0,09%	0,05%
Comisión bolsa				0,09%		
Calificadora de riesgos	1,00%	0,29%	0,30%	0,12%	0,30%	0,00%
Custodia DECEVALE				0,08%		
Subtotal	2,30%	1,21%	3,63%	2,94%	3,63%	1,57%

Fuente: Medina Toral & Orellana, 2013, Coca Benítez & Ordóñez Prado, 2015, Ordóñez Alemán, 2015, Chango, 2016.

Tabla 13

Análisis comparativo del costo de la emisión de obligaciones II

Análisis comparativo del costo de la emisión de obligaciones						
Detalle	Estudio 1	Estudio 2	Estudio 3	Estudio 4	Estudio 5	
Autores*	Mendez	Medina	Coca	Ordoñez	Chango	Chago-REB
OTROS COSTOS						
Representantes de los obligacionistas	0,24%	0,17%	0,40%	0,03%	0,40%	
Desmaterialización de valores		0,05%				
Agente pagador	0,48%	0,01%	0,40%		0,40%	0,40%
Gastos notariales	0,50%	0,05%	0,20%	0,10%	0,20%	
Prospectos/títulos publicaciones	0,13%	0,02%	0,20%	0,11%	0,20%	
Suma	3,64%	1,50%	4,83%	3,18%	4,83%	1,97%
Total de costos**	1,15%	0,91%	1,72%	3,18%	1,72%	1,32%
Interés del cupón	8%	6,53%		6,66%		
TIR portafolio			8,15%		13,64%	
Total del portafolio	9,15%	7,44%		9,84%		
Tasa de interés IFIS	13%	8,87%				
TIR anual			8,40%	8,84%	12,79%	
Margen de ahorro	3,85%	1,43%	0,25%	-1,00%	-0,85%	

Fuente: Medina Toral & Orellana, 2013, Coca Benítez & Ordóñez Prado, 2015, Ordóñez Alemán, 2015, Chango, 2016.

* Los autores muestran los diversos costos implicados en diversos rubros, se colocan tal y como ellos los presentan

** Los Totales, tales por error de redacción no coincide con la suma de los valores en algunos casos.

Los cinco estudios realizados por estos autores, resaltan la importancia de que la empresa tenga una alternativa de financiamiento para obtener la liquidez necesaria para financiar sus deudas o proyectos. El objetivo que se plantean es comparar el costo de optar por la opción tradicional o por su alternativa y encontrar el margen de ahorro. Al final de sus investigaciones muestran una tasa global del gasto incurrido al que se le suma la tasa de cupón de la emisión para tener el referente de comparación. Según los estudios de Coca y Ordoñez que presentan las tarifas de todos los rubros implicados y manejan un promedio en sus consideraciones muestran la variedad de

cifras, que lógicamente presentan los estudios, dependiendo del monto, el tiempo y el prestigio de la casa de valores que asesora.

También se puede observar que cada autor define un rubro implicándolo en otro o matiza algún rubro en particular haciendo más detallado el estudio, así hablan de la cuota de la inscripción en la Superintendencia compañías, Valores y seguros.

En los estudios de Chango se observa que hace una descripción en paralelo de los rubros que son exentos al cotizar desde el Registro Especial bursátil (REB), pero no llega a dar una conclusión de la rentabilidad de este segmento frente al financiamiento con las instituciones financieras. Aunque en sus conclusiones considera que del monto a colocar dependen algunas tasas variables, pero es de tasas fijas que depende que sean convenientes.

Por otro lado Coca Benítez & Ordóñez Prado, 2015, Ordóñez Alemán, 2015, Chango, 2016 analizan el margen de ahorrar desde la consideración del TIR de la inversión, como el costo efectivo anual de obtener esos recursos. Los dos últimos muestran que no es rentable aparentemente el cotizar en bolsa. A esta última antítesis responde Ordoñez que a más del 8.84% del TEA de la banca hay que agregarle otros rubros como: los gastos para instrumentar garantías, el costo de inmovilizado de depósitos y consideraciones como que los bancos establecen ratios de cobertura mínimo de hasta dos veces del monto solicitado o que muchos de los activos corrientes no puedan ser usados como garantías.

Cuantificación % adicional de los beneficios de la aplicación de algunos beneficios para la emisión de deuda según la legislación del Perú.

Tabla 14

Análisis comparativo del costo de la emisión de obligaciones MP, REB y MAV

Análisis comparativo del costo de la emisión de obligaciones MP, REB y MAV				
	Actual	REB	Criterios REB MAV	Criterios MAV
CASA DE VALORES				
Estructurador	1,00%	1,00%		Por Formato
Comisión de colocación CV	0,09%	0,05%	Rebaja del 50%	Rebaja del 50%
MERCADO DE VALORES				
registro			Rebaja del 50%	Rebaja del 50%
Inscripción en la SCVS	0,05%	0,05%		Rebaja del 50%
BOLSA DE VALORES				
Inscripción y mantenimiento BV	0,10%	0,00%	Exoneración	Rebaja del 50%
Agente colocador / piso de bolsa	1,50%	0,75%	Rebaja del 50%	Rebaja del 50%
Calificadora de riesgos	0,12%	0,00%	Voluntaria	Uno solo
OTROS VALORES				
Custodia DECEVALE	0,08%	0,08%		
Representantes de los obligacionistas	0,03%	0,03%		No en el momento de emisión
Gastos notariales	0,10%	0,10%		No escritura pública
Prospectos/títulos publicaciones	0,11%	0,11%		Formato**
Desmaterialización de valores				
Agente pagador				
Total	3,18%	2,17%		1,14%

Fuente: Elaboración propia en base a Ordóñez Alemán, 2015, REB, MAV

* Mercado Principal

** Solo el prospecto formato, por lo que se ha recortado ese porcentaje en su tercera parte.

El análisis que se hace de las ventajas tributarias realizadas por los estudios citados describen los beneficios del REB, y la indagación realizada sobre los beneficios del MAB se ha cuantificado desde el modelo de costos elaborado por Ordoñez, que aunque no se explicitan algunos rubros como la desmaterialización de valores, la inscripción en el mercado de valores o el agente pagador que seguro están implicados en otros, sirve como referente para el análisis de los beneficios dados por el Registro Especial Bursátil en Ecuador y el Mercado alternativo de Valores de Perú.

El costo de la emisión normal es de 3,18% al aplicar aplicarlo desde las REB nos da un 2,17% implicando una reducción de 1,02 punto porcentuales, esto es un 31,92% de los costos. A esta reducción se debería agregar los beneficios de exoneraciones y deducciones que da la Ley de Régimen Trinitario Interno.

Por otro lado, una economía cercana a la nuestra como Perú nos da un referente en costos en el Mercado Alternativo de Valores, con un 1,14% con una reducción de 2,04% que implica un 64,26%. El MAV aplicado a nuestra economía tendría una reducción del más de 50% de los costos. En definitiva, este es un segmento que propicia la participación de las pymes al mercado de valores, aunque no hay que olvidar que el Mercado MAB tiene adjunta otras obligaciones y que procura al igual que el REB llevar al emisor al mercado principal.

2.4. Verificación de hipótesis

La primera hipótesis afirmaba “Sí se ha incrementado las emisiones de valores en el mercado principal, las pymes se interesarán en emitir”; esta hipótesis es afirmada por la investigación documental que muestra que existe un incremento de montos y participación en emisiones de valores desde el 2001. Este incremento se expresa en las opiniones de las entrevistas que muestran interés en participar en el mercado bursátil, especialmente en el segmento REB.

La participación de las pymes en el mercado bursátil por medio del REB emitiendo obligaciones es factible pues, la emisión de obligaciones desde el 2002 en número de emisiones es la que más se ha verificado hasta la fecha. Esto corrobora la hipótesis planteada de que “Sí se conoce cuál es el valor con mayores emisiones, se encontrará los valores que serán posiblemente negociados por las pymes”.

La característica principal de los mercados alternativos es dar ciertos beneficios ya en los procesos o costos de emisión de valores, esto se verifica desde el Segmento REB que exonera o disminuye tarifas hasta la tercera parte de los costos ordinarios de colocación, así se realiza la hipótesis que manifiesta que “Sí el Registro Especial Bursátil reduce los costos de la emisión de obligaciones para las pymes, habrá una mayor participación en el mercado de valores”.

Otra Hipótesis indica que las garantías específicas pueden reducir significativamente el riesgo de compra de los títulos por parte de los Inversionistas Institucionales, se podría más adelante recomendar la inclusión de garantías generales y un porcentaje de siniestralidad por el monto de emisión.

Es notorio que un régimen especial, de introducción que pretende aumentar en número los emisores de obligaciones, debe proveer de beneficios directos que simplifiquen los trámites y costos. Esto se da en el REB que pone opcional la calificación de riesgos y establece una disminución del 50% de las tarifas al respecto de la bolsa de valores en inscripciones y mantenimiento. Estos beneficios son una oportunidad que muestra la potencialidad de este segmento para que las pymes participen de ella, afirmándose así la hipótesis cuarta.

En definitiva, un incremento de participaciones en el mercado principal, mediante emisión de obligaciones, sobretodo mediante el segmento REB que disminuye costos y procesos muestra la potencialidad del segmento REB, para injertar a las pymes en el mercado de valores, afirmándose la hipótesis general.

El mercado de valores ecuatoriano desde una lectura del monto total negociado frente al PIB per cápita, muestra una tendencia creciente desde el 2001 hasta el 2009; de forma general no supera en este periodo los 6000 millones de dólares, exceptuando en el 2009 y 2014. “El mercado de valores ecuatoriano frente a nuestro

par peruano tiene un crecimiento menor, pero es menos volátil que aquel, pues su crecimiento no presenta irrupciones bruscas de capitales golondrinas como el caso del país vecino. Para el 2012 se analizaba que el número emisores en Ecuador era dos veces menor a Colombia y tres veces al Perú, y parecido al de Bolivia” (Mundial, 2012). Por otro lado las entrevistas realizadas para determinar la opinión de empresas emisoras y no emisoras, y de agentes en el proceso de emisión sobre la participación de las pymes en el mercado de valores afirman que la alternativa de financiarse por medio del mercado de valores en su segmento especial REB es conveniente, pues se formaliza la empresa al abrirse al público a los que llama a invertir en ella, además el costo de emisión, sobre un 8%, es menor al costo de las instituciones bancarias. La casa de valores destaca que el REB trae menores requisitos para las pymes, mientras que la calificadora de riesgo enfatiza la dificultad de que las pymes participen de este mercado por su informalidad. Ninguna de las dos entidades tiene un tratamiento especial para las pymes hasta el momento. Por otro lado, las empresas que no han emitido valores, en un 54% aún prefieren financiarse por la banca tradicional, aunque les interesaría participar del mercado de valores pues ya conocen del REB en un 69% y sus beneficios.

En la etapa de evaluación comparativa de los costos de la emisión de obligaciones en el mercado principal de Ecuador, en el Registro Especial Bursátil y el Mercado Alternativo de Valores de Perú, se encontró que al igual que las características de los mercados de valores alternativos europeos, llama a una mayor participación de las empresas, la formalización, fortalecimiento y expansión. Así, en base de la experiencia de Ordoñez Alemán el costo de la emisión en el mercado ordinario es de 3,18% del monto colocado. Bajo el segmento red REB se da una disminución de una tercera parte aproximadamente con una disminución de 31, 92% además de los

beneficios que da la Ley de Régimen Trinitario Interno a los inversionistas. Al aplicar las ventajas que da el Mercado Alternativo de Valores (MAV) a esta comparación se obtiene una reducción de más de la mitad de los costos con un 64,26%. En definitiva, los mercados alternativos, en el Ecuador el REB tienen grandes potencialidades para dinamizar la economía, por sus menores costos, accesibilidad y prestigio-formalización empresarial que pueden obtener las pymes, siendo una gran oportunidad para ellas.

3. CAPÍTULO 3: PROPUESTA

3.1. CONCLUSIONES

De alguna u otro manera existe cierto grado de desconfianza, principalmente en las pymes, al momento de emplear al mercado de valores como una alternativa de fuente de financiamiento, pues la mayoría de las empresas emisoras de obligaciones, papeles comerciales y titularizaciones son las que se encuentran catalogadas como grandes empresas. La introducción de las pymes al mercado de valores, les permite abrir caminos no solo a la posibilidad de obtener un mayor volumen de financiamiento, sino también la posibilidad de internacionalizarse a través de la implementación de tecnologías que les permitan mejorar e incrementar sus niveles de producción.

En la evolución de los valores se observa que en Ecuador los valores más emitidos son los de renta fija, debido a que ya por ser las empresas familiares o por mantener el “dominio” total de la empresa según la teoría de la asimetría de la información no abren los capitales de sus empresas. Así mismo, desde el 2002 los valores que más se han emitido son las obligaciones a largo plazo, seguido de las titularizaciones y el papel comercial. Los valores emitidos generalmente son de renta fija y sobretodo de obligaciones en una tendencia creciente desde el 2005 hasta el 2012 donde encuentra su punto más alto, estos montos colocados generalmente van en correlación al número de obligaciones colocadas.

En los estudios analizados donde se busca encontrar el margen de ahorro de financiarse por el mercado de valores frente a la banca tradicional haciendo un detalle de los costos en los que se incurre. Tres de los estudios indican lo conveniente de esta financiación pues el ahorro va desde el 0,25% hasta el 3% del monto colocado. Los otros dos restantes indican que no es conveniente pues hay un recargo que puede ir desde el 0,85% hasta el 1% debido a los costos fijos implícitos.

Esta última afirmación es atenuada por un lado al considerar el Segmento REB que disminuye estos costos fijos y por el otro lado al observar otros costos como los gastos para instrumentar garantías, el costo de inmovilizado de depósitos y consideraciones como las ratios de cobertura mínimo de hasta dos veces del monto solicitado o que muchos de los activos corrientes no puedan ser usados como garantías.

3.2. RECOMENDACIONES

Podemos indicar que existe un gran riesgo de inversión por los títulos de renta fija por parte de los Inversionistas Institucionales, sin duda alguna, el incluir las garantías específicas, generales y un porcentaje de siniestralidad en función al valor de la emisión puede reducir este riesgo e incentivar de mejor forma la compra de títulos valores emitidos por las PYMES.

Desde el marco legal, y con las normas de aplicación para el REB que fomentan y protegen el mercado de valores como camino para destinar el ahorro hacia la inversión sin la intermediación financiera, se debe continuar fortaleciendo un crecimiento sostenible de este mercado para que los capitales nacionales y extranjeros puedan fomentar el desarrollo productivo al país. La sociabilización en la academia y en las cámaras empresariales de las potencialidades de este segmento harán posible aumentar la tasa de crecimiento de este mercado sobre todo en el 69 % de empresas que ya conoce de los benéficos REB.

El financiarse, la expansión, la formalización y el buen gobierno corporativo encuentran su piedra de toque en la capacidad de tener la empresa para que de forma sistemática se vuelva transparente con un nivel de gestión que la haga confiable y atractiva, es decir, la empresa ecuatoriana debe abrir sus capitales para recibir inversiones en renta variable. El crecimiento de la empresa que fomente el

empleo y que se internacionalice en una sana competitividad mejorará la economía del país. Este cambio paradigmático de abrirse a otros capitales o ser inversor en ellos, pasa por un cambio de mentalidad cultural que debe ser analizado y fomentado por la academia y el estado, no solo con el fin de obtener una mejor rentabilidad sobre la inversión, sino sobre todo con el tener una “misma rentabilidad”, pero fortaleciendo la economía interna.

Desde el análisis de costos se observa que es conveniente que la empresa se financie por medio del mercado de valores, inclusive para a las pymes tan vulnerables a la falta de financiación para el crecimiento de su industria. Es necesario agentes desde las bolsas de valores que introduzcan de manera guiada a las pymes interesadas en todo el proceso de emisión de obligaciones, independientemente de todos los intervinientes en el proceso de emisión. Hablamos de una especie de guía personal e institucionalizada que disminuiría costos de asesoría y que haría más atractivo y rentable el proceso. Una característica de estos agentes guías sería su independencia y que no tenga conflictos de interés con entidades en el proceso.

Establecido el hecho que el REB da ventajas para las pymes para su inserción en el mercado de valores casi con un ahorro de la tercera parte de los costos que implicarían la colocación en el mercado principal. Se debería poder visualizarlo pública y cuantitativamente a través una aplicación informática que muestre a los emisores de forma real las partes del proceso y los costos que implica. Además, sería conveniente incrementar este ahorro hasta más del 50% con el establecimiento de formatos de estructuración, la no indispensable escritura pública de títulos y prospectos. No es menos deseable que todo este proceso se realice de manera virtual bajo la única premisa de presentación de requisitos previamente estandarizados., educiendo incluso el tiempo de emisión.

BIBLIOGRAFÍA

- Albella, A. S. (2017). *La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica*. España: CYAN, Proyectos Editoriales, S.A.
- Andrade Guerrón, S., & Calero García, E. (2014). *EL mercado de Valores como alternativa de financiamiento para la Pequeña y Mediana Empresa (PYME) en Ecuador*. México: Pearson. Obtenido de <http://bibdigital.epn.edu.ec/handle/15000/111>
- Asamblea, N. d. (2016). Registro Especial Bursatil. En C. N. Valores, *Registro Especial Bursatil* (pág. 81). Quito.
- Briozzo, V. C. (2016). *El financiamiento*. Madrid: Luminus.
- Burneo, N. (2016).
- Cabrera, I. (2015). *Análisis de mecanismo de financiamiento sector financiero versus mercado de valores - Registro especial bursátil para obtener la mejor alternativa de financiamiento para Pymes*. Quito: Universidad de San Francisco de Quito.
- Cano. (2008).
- Cascant, H. &. (2012).
- Castro, E. (2018). *Análisis de la incidencia del Mercado de Valores en el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador, periodo 2010 - 2016*. Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador.
- Chango, H. (2016). *Beneficios bursátiles y tributarios para Pymes en el mercado de valores del Ecuador*. Guayaquil: Universidad de Guayaquil.

Delgado, L. P. (2016).

Diario La Hora. (17 de enero de 2014). Ley de Mercado de Valores. pág. 15.

Ekosnegocios. (31 de agosto de 2017). *Mercado de Valores. Una mina aún no explotada*. Obtenido de Negocios: <http://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=9520>

Ekosnegocios. (05 de abril de 2018). *Situación y expectativas del mercado bursátil*. Obtenido de Negocios: <http://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=10419>

Fernández Ramos, D. R. (2004).

Galarza, A. (2014). *Generalidades del financiamiento*. Lima: Universidad de Lima.

Hernández, R. (2014). *Metodología de la investigación*. México: Mcgraw Hill.

Jara-Corrales, P.-S. &. (2012).

Lara, C. Q. (2015). *Los mercados bursátiles*. Lima: Universidad.

Latinoamericana S.A, A. S. (15 de 11 de 2016). Registro Especial Bursatil. (Á. A. Vásquez, Entrevistador)

Ley de Mercado de Valores. (2014). Ley de Mercado de Valores.

Majluf, M. y. (1984).

Martínez, V. P. (2013).

Mendoza, R. (2015). *Depósitos Centralizados de Valores*. Quito.

Mercado de Valores de Guayaquil. (2015).

Miller, M. &. (1958).

Mundial. (2012).

Myers, P. O. (1984).

Nandina. (2016).

Negocios, E. (Noviembre 2012).

Normas Aplicables al Registro Especial Bursátil. (abril de 2016).

Ortiz-Durán, E. (1994).

Palomero, J. (2016). *Gestión Financiera: Teoría y 800 ejercicios 2a Ed.* Navarra: Distribuciones Texto S.A.

Tapia, E. (9 de junio de 2018). *Más pymes negocian sus facturas en la Bolsa de Valores de Quito.* Obtenido de Actualidad: <https://www.elcomercio.com/actualidad/pymes-negocian-facturas-bolsa-valores.html>

Taramona, A. (2008).

Titelman, D. (2004). *La banca de desarrollo y el financiamiento productivo* (Vol. 137). United Nations Publications.

ANEXOS

Tabla 15
Emisión de obligaciones 2014

Emisión de obligaciones 2014				
Fecha	Empresa	Tamaño	Monto (miles)	Calificación
07/05/2014	ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	grande	4000	AA
12/05/2014	EXOFRUT S.A.	grande	3000	AA
13/05/2014	EMPRESA DURINI INDUSTRIA DE MADERA C.A. EDIMCA	grande	5000	AA+
15/05/2014	ECUATRAN S.A.	grande	4000	AA
26/05/2014	FECORSA INDUSTRIAL Y COMERCIAL S.A.	<u>mediana</u>	5000	AA+
02/06/2014	TECNIFERTPAC S.A.	grande	2000	AA-
06/06/2014	ALIMENTOS ECUATORIANOS S.A. ALIMEC	grande	2000	AA
10/06/2014	PETROLEOS DE LOS RIOS PETROLRIOS C.A.	grande	3000	AA
30/06/2014	QUIMIPAC S.A.	grande	2500	AA
08/07/2014	SUNCHODESA REPRESENTACIONES CIA. LTDA.	<u>mediana</u>	1000	AA
10/07/2014	MAXDRIVE S.A.	grande	4000	AA
21/07/2014	RED MANGROVEINN S.A.	<u>mediana</u>	1500	AA
01/08/2014	FRUTERA DEL LITORAL CIA. LTDA.	grande	5000	AA
13/08/2014	CORPORACION EL ROSADO S.A.	grande	25000	AAA
18/08/2014	PANAKRUZ S.A.	<u>mediana</u>	1500	AA
21/08/2014	FERRO TORRE S.A.	grande	4000	AA-
22/08/2014	BANCO DE GUA YAQUIL S.A.	grande	30000	AAA
22/08/2014	INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL	grande	3000	AA+
25/08/2014	HOTEL CASAGANGOTENA S.A.	<u>mediana</u>	5000	AA
26/08/2014	DEXICORP S.A.	<u>mediana</u>	6000	AA+
29/08/2014	CHOCOLATES FINOS NACIONALES COFINA S.A.	grande	3000	AA
12/09/2014	INDUSTRIAL PAPELERA ECUATORIANA S.A. INPAECSA	grande	6000	AAA-
16/09/2014	CASA MOELLER MARTINEZ C.A.	grande	2000	AA
23/09/2014	TUBERIAS PACIFICO S.A. TUPASA	grande	5000	AA+
25/09/2014	EXPORTCREDIT S.A.	<u>mediana</u>	1300	AA+
26/09/2014	EDESA S.A.	grande	15000	AAA
26/09/2014	INTEROC S.A.	grande	20000	AA+
26/09/2014	MOLINOS CHAMPION S.A. MOCHASA	grande	5000	AA
09/10/2014	ALMACENES BOYACA S.A.	grande	8000	AA+
09/10/2014	AVICOLA FERNANDEZ S.A.	grande	4000	AAA-
20/10/2014	UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	grande	10000	AAA-
23/10/2014	AUDIOVISION ELECTRONICA AUDIOELEC S. A.	grande	10000	AA+
06/11/2014	EMPACADORA BILBO S.A. BILBOSA	grande	5000	AA
13/11/2014	ADITMAQ ADITIVOS Y MAQUINARIAS CIA. LTDA.	grande	4500	
13/11/2014	AGROINDUSTRIAS DAJAHU S.A.	grande	5000	AAA-
13/11/2014	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.	grande	20000	AAA-
26/11/2014	PLASTICOS DEL LITORAL PLASTLIT S.A.	grande	12000	AA+
27/11/2014	ENVASES DEL LITORAL S.A.	grande	14000	AA+
05/12/2014	ECUATORIANA DE GRANOS S.A. ECUAGRAN	grande	6000	AA+
10/12/2014	EUROFERT S.A.	<u>mediana</u>	2500	AA
11/12/2014	ESEICO S.A.	grande	3500	AA+
16/12/2014	IMPORTADORA INDUSTRIAL AGRICOLA DEL MONTE S.A. INMONTE	grande	2500	AA+
24/12/2014	ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA.	grande	1500	
		8	282,300.00	

Fuente: Bolsa de valores de Quito y de la SCVS

Tabla 16
Emisión de obligaciones 2015

Emisión de obligaciones 2015

Fecha	Empresa	Tamaño	Monto (miles)	Calificación
09/01/2015	CEPSA S.A.	grande	5000	AAA
04/02/2015	EUROFISH S.A.	grande	10000	AAA-
10/02/2015	MODERNA ALIMENTOS S.A.	grande	8000	AA
18/02/2015	ALIMENTSA S.A.	grande	3000	AAA-
20/02/2015	MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	grande	3000	AAA-
20/02/2015	PROVEFRUT S.A.	grande	2000	AAA
23/02/2015	OPTICA LOS ANDES S.A.	grande	2000	AA
24/02/2015	AUTOMOTORES LATINOAMERICANOS S.A. AUTOLASA	grande	3000	AA+
27/02/2015	INDUSTRIAS UNIDAS CIA LTDA.	grande	1500	AA
27/02/2015	VEPAMIL S.A.	grande	6000	AA+
02/03/2015	SUMESA S.A.	grande	7000	AAA-
17/03/2015	DILIPA, DISTRIBUIDORA DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA.	grande	2000	AAA-
19/03/2015	ARTEFACTOS ECUATORIANOS PARA EL HOGAR S.A. ARTEFACTA	grande	40000	AA
13/04/2015	SIMED S.A.	grande	5000	AAA-
14/04/2015	EXOFRUT S.A.	grande	5000	AA
14/04/2015	TELCONET S.A.	grande	12000	AAA-
22/04/2015	CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	grande	3000	AA+
22/04/2015	FECORSA INDUSTRIAL Y COMERCIAL S.A.	<u>mediana</u>	5000	AA
23/04/2015	CORPORACION SUPERIOR CORSUPERIOR S.A.	grande	10000	AAA-
04/05/2015	FERREMUNDO S. A.	grande	8000	AA
04/05/2015	NATURISA S. A.	grande	15000	AAA-
12/05/2015	AGRIPAC S. A.	grande	15000	AAA
21/05/2015	MAREAUTO S.A.	grande	10000	AAA-
28/05/2015	BANCO DE MACHALA S.A.	grande	5000	AAA-
22/06/2015	ATU ARTICULOS DE ACERO S.A.	grande	2500	AA
22/06/2015	RIPCONCIV CONSTRUCCIONES CIVILES CIA. LTDA.	grande	10000	AA+
24/06/2015	PLASTICOS RIVAL CIA LTDA	grande	15000	AAA-
20/07/2015	FIRMESA INDUSTRIAL CIA. LTDA.	grande	3000	AAA-
03/08/2015	ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A.	grande	4000	AA
04/08/2015	OCEANFISH S.A.	grande	5000	AA
07/08/2015	OCEANBAT S.A.	grande	13500	AA-
13/08/2015	LABIZA S.A.	<u>mediana</u>	1000	AA
08/09/2015	CORPORACION EL ROSADO S. A.	grande	25000	AAA-
08/09/2015	INCUBADORA ANDINA INCUBANDINA SOCIEDAD ANONIMA	grande	6000	AA
16/09/2015	<u>IMPEXAZUL S.A.</u>	<u>mediana</u>	2500	AA+
24/09/2015	BANCO DEL PACIFICO S.A.	grande	70000	AAA
25/09/2015	UNION FERRETERA S.A. UNIFER	grande	3000	AA
08/10/2015	EDESA S.A.	grande	12000	AAA
08/10/2015	INDUSTRIAS OMEGA C.A.	grande	1000	AA
16/10/2015	DUOCSA PROTECTORES QUIMICOS PARA EL CAMPO S.A.	grande	6000	AA+
29/10/2015	AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA	grande	15000	AA
30/10/2015	MUNDYHOME MUNME C. LTDA.	grande	4000	AA
06/11/2015	DANIELCOM EQUIPMENT SUPPLY S.A.	<u>pequeña</u>	1500	AA-
06/11/2015	OPERADORA Y PROCESADORA DE PRODUCTOS MARINOS OMARSA S.A.	grande	6000	AA+
13/11/2015	BANCO D-MIRO S.A.	grande	6500	A-
17/11/2015	INDUSTRIA ECUATORIANA DE CABLES INCABLE S. A.	grande	3000	AA+
30/11/2015	AUTOFENIX S.A.	grande	2700	AA
01/12/2015	BIOFACTOR S.A.	grande	3500	A
07/12/2015	SUPRAPLAST S.A.	<u>mediana</u>	3200	AA+
10/12/2015	DIPAC MANTA S.A.	grande	4000	AAA
23/12/2015	ECUAIMCO S.A.	grande	3000	AAA-
23/12/2015	LA FABRIL S.A.	grande	20000	AAA-

5

437,400.00

Fuente: Bolsa de valores de Quito y de la SCVS

Tabla 17
Calificadores de riesgo por ciudad

Calificadores de riesgo por ciudad		
	Nombre	Localidad
1	CALIFICADORA DE RIESGOS BANKWATCH RATINGS DEL ECUADOR S.A.	QUITO
2	CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A.	QUITO
3	CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A.	GUAYAQUIL
4	CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	QUITO
5	ICRE DEL ECUADOR CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	QUITO
6	MICROFINANZA CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. MICRORIESG	QUITO
7	SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRL S.A.	GUAYAQUIL

Fuente: Bolsa de valores de Quito y de la SCVS

Tabla 18
Estructurador de valores

ESTRUCTURADORES DE VALORES		
No.	NOMBRE/ RAZÓN SOCIAL	DOMICILIO
1	INTERVALORES CASA DE VALORES S.A.	GUAYAQUIL
2	CASA DE VALORES ADVFIN S.A.	GUAYAQUIL
3	PLUSBURSATIL CASA DE VALORES S.A.	GUAYAQUIL
4	VENTURA CASA DE VALORES VENCASA S.A.	GUAYAQUIL
5	SANCHEZ ROJAS ALFREDO OMAR	GUAYAQUIL
6	ECUABURSATIL CASA DE VALORES S.A.	GUAYAQUIL
7	CARMIGNIANI PEREZ ABOGADOS C.L.	GUAYAQUIL
8	PEP CONSULTING ADVISORS, CIA. LTDA.	GUAYAQUIL
9	MUÑOZ SCALDAFERRI VICENTE ALFREDO	GUAYAQUIL
10	ACTIVA ASESORIA E INTERMEDIACION DE VALORES	GUAYAQUIL
11	HOLDUNPARTNERS CASA DE VALORES S.A.	GUAYAQUIL
12	ASESORSA S.A.	GUAYAQUIL
13	PLUSVALORES CASA DE VALORES S.A.	GUAYAQUIL
14	SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV	GUAYAQUIL
15	ESTUDIO JURIDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.	GUAYAQUIL
16	SU CASA DE VALORES SUCAVAL S.A.	GUAYAQUIL
17	PICAVAL CASA DE VALORES S.A.	GUAYAQUIL
18	ORION CASA DE VALORES S.A.	GUAYAQUIL
19	CASA DE VALORES DEL PACIFICO (VALPACIFICO) S.A.	GUAYAQUIL
20	ACCIONES Y VALORES CASA DE VALORES S.A. ACCIVAL	GUAYAQUIL
21	PROFILEGAL CIA. LTDA.	GUAYAQUIL
22	PUNTALCONSULT S.A.	GUAYAQUIL
23	METROVALORES CASA DE VALORES S.A.	QUITO
24	MERCHANTVALORES CASA DE VALORES S.A.	QUITO
25	MERCAPITAL CASA DE VALORES S.A.	QUITO
26	SU CASA DE VALORES SUCAVAL S.A.	QUITO
27	PICAVAL CASA DE VALORES S.A.	QUITO
28	ANALYTICA SECURITIES C.A. CASA DE VALORES	QUITO
29	INMOVALOR CASA DE VALORES S.A.	QUITO
30	ACCIONES Y VALORES CASA DE VALORES S.A. ACCIVAL	QUITO
31	PROFILEGAL CIA. LTDA.	QUITO
32	PLUSVALORES CASA DE VALORES S.A.	QUITO
33	SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV	QUITO
34	MUÑOZ SCALDAFERRI VICENTE ALFREDO	QUITO
35	ECUABURSATIL CASA DE VALORES S.A.	QUITO

Fuente: Bolsa de valores de Quito y de la SCVS

Tabla 19 Entrevista Calificadora de Riesgos

PROYECTO DE INVESTIGACIÓN

“ANÁLISIS DEL REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL- REB PARA LAS PYMES, (COSTOS, BENEFICIOS Y DESVENTAJAS EN LA LEY ORGÁNICA PARA EL FORTALECIMIENTO Y OPTIMIZACIÓN DEL SECTOR SOCIETARIO Y BURSÁTIL. (LOFOSSB)”.

EMPRESA PARTICIPANTE: LATINOAMÉRICA S.A.

PREGUNTAS:

1. DESDE LA APROBACIÓN DE LA LEY ORGÁNICA PARA EL FORTALECIMIENTO Y OPTIMIZACIÓN DEL SECTOR SOCIETARIO Y BURSÁTIL, APROBADA EN MAYO DEL 2014, A LA FECHA ACTUAL ENERO DEL 2017, CUANTAS PYMES ¿HAN UTILIZADO EL SERVICIO DE VUESTRA PRESTIGIOSA INSTITUCIÓN PARA PRESTAR EL SERVICIO DE ESTRUCTURADOR DE TÍTULOS POR LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

RESPUESTA: SI ES FAVORABLE.

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

BENÉFICOS QUE SE OBTIENEN BAJO ESTE SISTEMA PARA PYMES:

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

2.- PERMITE HACER EMISIÓN DE OBLIGACIÓN SINDICADAS (SE REFIERE A LA ASOCIACIÓN DE EMPRESA PYMES PARA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES)