



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

Resumen:

El presente artículo busca explicar el actual escenario respecto de la participación de las Pequeñas y Medianas Empresas PYMES en el Mercado Bursátil del Ecuador, una vez reformada la actual Ley de Mercado de valores (mayo del 2014), en especial con la participación de títulos de renta fija (Emisión de Obligaciones).

Se revisó las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil y aquellas PYMES que participaron dos años antes y dos años después de las reformas a la actual Ley, en la cual, los resultados presentan un ligero incremento de participación. Antes de las reformas 6 pymes habían emitido obligaciones con un monto de \$23 millones, después de las reformas solo 13 pymes con un monto de \$37 millones, aunque en términos porcentuales representa el 61%.

Bajo un enfoque cuantitativo, mediante la recolección de datos para probar la hipótesis, y con base en la medición numérica y el análisis estadístico, se estableció patrones de comportamiento, para probar nuestra teoría de participación de las Pymes en el mercado de valores, REB.

Finalmente podemos asegurar que la principal variable que afecta directamente la falta de participación de parte de los Inversionistas Institucionales, es justamente, la percepción del riesgo al momento de adquirir dichos títulos, bajo que premisas de garantías.

Palabras Calves: PYMES, Emisión de Obligaciones, Bursátil, Costos, Mercado de Valores.

Abstrac

This article seeks to explain the current scenario regarding the participation of Small and Medium Enterprises SMEs in the Stock Market of Ecuador, once the current Stock Market Law (May 2014) has been reformed, especially with the participation of securities of fixed income (Issuance of Obligations).

The Stock Exchanges of Quito and Guayaquil and those SMEs that participated two years before and two years after the reforms to the current Law were revised, in which the results show a slight increase in participation. Before the reforms, 6 SMEs had issued bonds with an amount of \$ 23 million, after the reforms only 13 SMEs with an amount of \$ 37 million, although in percentage terms it represents 61%.

Under a quantitative approach, by collecting data to test the hypothesis, and based on numerical measurement and statistical analysis, behavioral patterns were established, to test our theory of participation of SMEs in the stock market, REB.

Finally, we can assure that the main variable that directly affects the lack of participation on the part of the Institutional Investors is precisely the perception of the risk at the time of acquiring said securities, under which guarantee premises.

Calves words: PYMES, Issuance of Obligations, Stock Exchange, Costs, Stock Market.

Introducción (PYMES)

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).

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.

En América Latina y el Caribe, las PYMES (pequeñas y medianas empresas) han declarado un suficiente crecimiento en la última década, y generan alrededor del 63% del empleo. Según estudios recientes del Banco Mundial, las Pymes constituyen entre el 90% y 98% de las unidades productivas en la región.

El objetivo general de esta investigación es dar a conocer la vital importancia que tienen las PYMES en los sectores de la economía popular y solidaria. La aportación que las Pymes contribuyen al mercado bursátil a través de su participación activa.

Los objetivos específicos es conocer el marco conceptual de las pequeñas y medianas empresas y analizar con cifras las estadísticas de emisión de títulos de renta fija y variable en los sectores económicos a través de las Pymes.

Una Pymes o empresa familiar en cuanto a su valor y su evaluación (Morck et al., 1988; Zellweger, 2005). Mc Conoahy et al. (2001) sostienen que las empresas familiares pymes o no pymes propietarias tienen un mayor valor, se gestionan de manera más eficiente y asumen menos deuda que las no

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.

propietarias. Sin embargo, otros estudios (Anderson y Reeb, 2003; Fueglistaller y Zellweger, 2006) advierten una relación no lineal entre el nivel de posesión de los derechos de voto y el rendimiento. Más allá de un cierto umbral de posesión, aún no definido, las empresas familiares cotizadas serían menos eficientes que las empresas familiares no cotizadas.

Introducción al problema (Las PYMES y el Registro Especial Bursátil)

Han pasado cuatro años desde que se aprobaron las reformas a la ley de Mercado de valores en el Ecuador, ahora Ley orgánica para el fortalecimiento del sector societario y bursátil en la cual básicamente se buscaba entre otros puntos de vital importancia lo relacionado a la participación más activa por parte de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) en este sector. Con estas reformas se incluyó el Registro Especial Bursátil (REB), el Código Orgánico Monetario y Financiero –COMF, consagra que el REB (Asamblea General, 2014) es un segmento del “mercado bursátil” especializado en pequeñas y/o medianas empresas y organizaciones de la Economía Popular y Solidaria (EPS) que emiten o tienen potencial de emitir “valores” y que precisan de un tratamiento singularizado dadas sus especiales características.

En el Reglamento para la aplicación de las Normas Internacionales e Información Financiera (NIIF) para pymes y de la propia Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, SCVS, 2010) se considera a una PYMES aquella que alcance un monto de hasta \$5 millones de dólares en ventas brutas, activos que no superen los \$4 millones de dólares y que su nómina no supere los 200 colaboradores. Sin embargo, para el REB (Registro Especial Bursátil, 2016), considera que una PYMES, debe registrar simplemente ventas anuales desde \$100,000.00 hasta \$1,000,000.00.

El REB permite a las Pymes conocer el adecuado camino para que puedan transitar con normalidad conociendo los beneficios y reglas del mercado,

lo que antes se conocía como el Registro de Valores no Inscritos REVNI- mecanismo establecido y autorregulado por las Bolsas de Valores por el cual las empresas que no se encuentran inscritas en el registro de mercado de valores ni en Bolsa, pueden anotar valores en un registro especial con la finalidad de cotizar sus valores de manera ocasional o periódica. El Reb, se aprobó el 01 de abril del 2016 por parte de la Asamblea General Constituyente del Ecuador, es decir, dos años después de las reformas a la ley.

Importancia del Problema

El REB presenta ventajas interesantes para las PYMES aunque dos años más tarde desde que se reformuló la Ley, tiempo en la cual se dejó de aprovechar de los siguientes beneficios a la hora de requerir su intervención en el mercado de valores, como por ejemplo 1) Exentos de pagos de derechos, tarifas de Inscripción y mantenimiento. 2) Calificación de riesgo voluntaria. 3) Sindicalización. 4) Menores requisitos por trámites. La sindicalización merece una mayor y mejor explicación.

“Emisiones Sindicadas de obligaciones”, funciona a través de esquemas asociativos, ya que facilita a las PYMES unirse para formalizar un proceso de titularización o creación de deuda (emisiones de obligaciones) de esta manera les permite alcanzar el volumen, información y garantía necesarios. Para las PYMES el REB les permite obtener otra fuente de financiamiento distinta a la tradicional Banca de primer o segundo piso, considerando los costos bursátiles asociados a dicho proceso de emisión de deudas.

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.

Tipo de estudio

Según, (Sampieri, 2010), metodología cualitativa permite entender cómo los participantes de una investigación perciben los acontecimientos. La variedad de sus métodos, como son: la fenomenología, el interaccionismo simbólico, la teoría fundamentada, el estudio de caso, la hermenéutica, la etnografía, la historia de

vida, la biografía y la historia temática, reflejan la perspectiva de aquel que vive el fenómeno, es decir, del participante que experimenta el fenómeno.

El presente trabajo de investigación utilizará una metodología de diseño concluyente bajo aspectos descriptivos y causales, 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.

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.

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.

Población de estudio y tamaño de la muestra

Para el desarrollo de la investigación se procedió a realizar un total de seis entrevistas, donde consta 3 pymes que han emitido títulos, tres pymes que no han emitido valores, de una estructuradora y una calificadora de riesgo. La respuesta obtenida de tres pymes no emisoras 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.

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 entrevistas en profundidad donde se interpela a las pymes emisoras 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.

Resultados:

Las pymes emisoras de obligaciones

Tabla 1

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

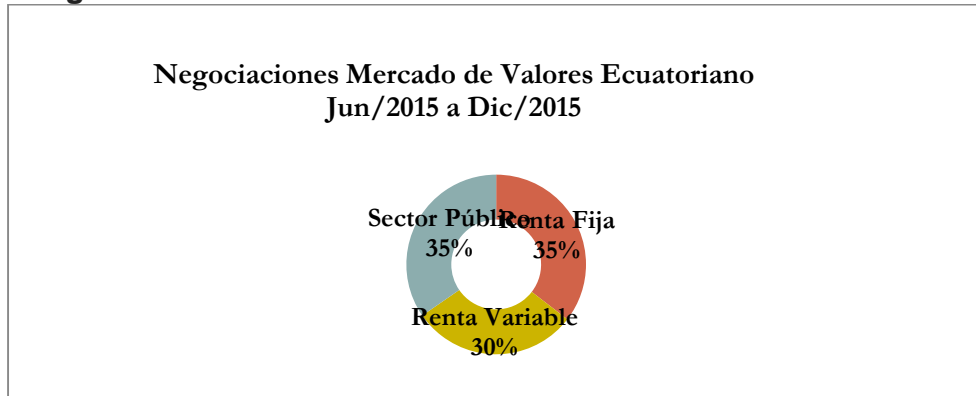
Elaborado por: El autor

En la tabla 6 se puede evidenciar que en el mercado bursátil se ha desarrollado entre el 2002 y julio del 2016, 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.

A continuación, pasamos a revisar cómo se encuentran las estadísticas de participación en el mercado bursátil del País. Considerando las emisiones de títulos de renta fija y variable en el sector privado y público después de las reformas a la ley de mercado de valores en el siguiente periodo junio del 2014 a diciembre 2015. En títulos de Renta Fija \$686.147.494 millones de dólares que representan el 35% del total negociado en el periodo citado, \$579.352.369 millones en títulos de renta variable que representa el 30% de las negociaciones. Considerando las negociaciones del sector público en renta fija ascienden a \$670.078.12 millones de dólares lo que representa el 35%. El valor total de las

negociaciones es de \$1.935.537.985 millones de dólares en el mercado de nuestro País.

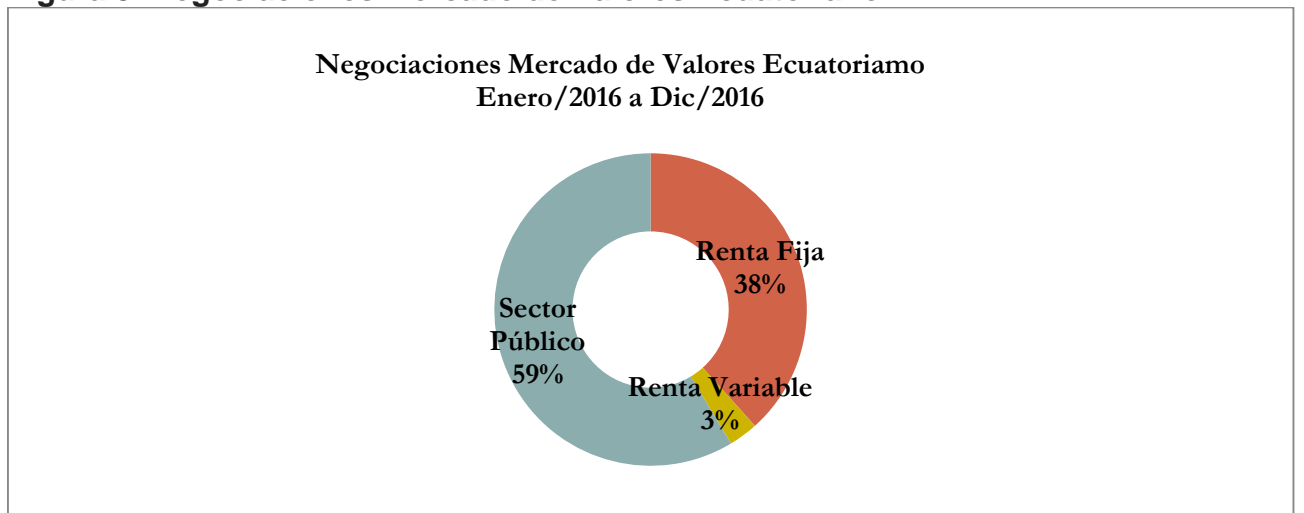
Figura 2. Negociaciones Mercado de Valores Ecuatoriano



Fuente: (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2016)
Elaborado por: El autor

Para el periodo de enero a diciembre del 2015, en títulos de Renta Fija del sector privado \$641.054.602.42 millones de dólares que representan el 38% del total negociado en el periodo citado, \$50.654.646.07 millones en títulos de renta variable que representa el 3% de las negociaciones. Considerando las negociaciones del sector público en renta fija ascienden a \$979.343.500.89 millones de dólares lo que representa el 59%. El valor total de negociaciones es de \$1.671.052.750.00 lo que evidencia una caída del 13.67% en comparación al periodo anterior, considerando que tan solo se presentan siete meses en el periodo anterior.

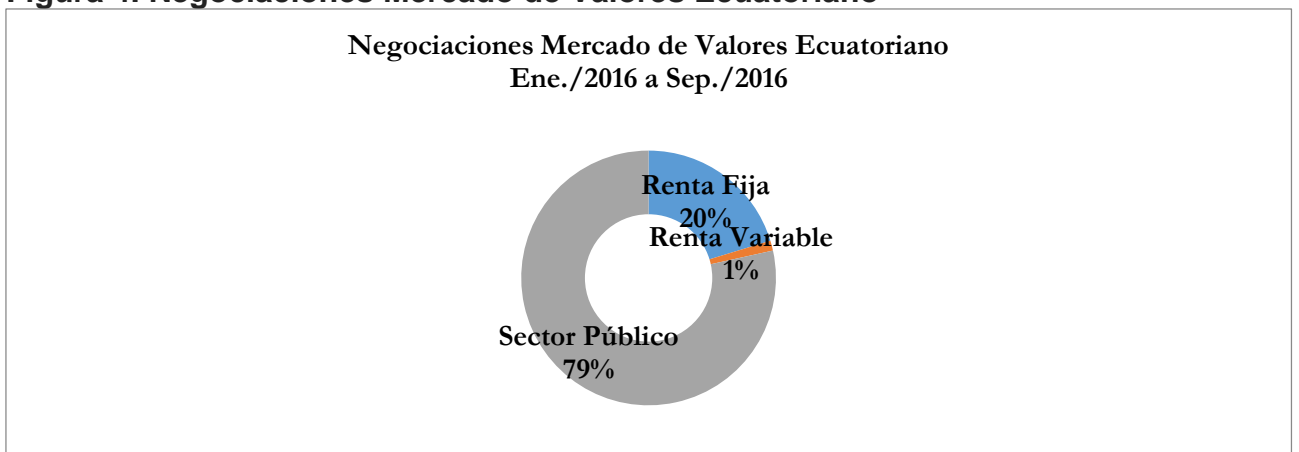
Figura 3. Negociaciones Mercado de Valores Ecuatoriano



Fuente: (Bolsa de Valores de Guayaquil, Bolsa de Valores de Guayaquil, 2016)
Elaborado por: El autor

Para el periodo de enero a septiembre del 2016, en títulos de Renta Fija del sector privado \$633.121.606.00 millones de dólares que representan el 20% del total negociado en el periodo citado, \$39.764.117 millones en títulos de renta variable que representa el 1% de las negociaciones. Considerando las negociaciones del sector público en renta fija ascienden a \$2.449.106.864 millones de dólares lo que representa el 79%. El valor total de negociaciones es de \$3.121.992.588 lo que evidencia un importante crecimiento del 150.08% por parte del sector público en títulos de renta fija, no así del sector privado que refleja una caída del -1.27% en el mismo segmento.

Figura 4. Negociaciones Mercado de Valores Ecuatoriano



Fuente: (Bolsa de Valores de Guayaquil, Bolsa de Valores de Guayaquil, 2016)
Elaborado por: El autor

Tabla 2
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

Regresando al tema de las PYMES en el mercado de valores del País, nos encontramos que respecto a las emisiones de obligaciones tres años antes de las reformas a la Ley, es decir, desde el 2012 al 2014 tan solo seis (6) Compañías PYMES han colocado títulos de creación de deudas, en el 2012 (0), en el 2013 (2) y por último en el 2014 (4). La figura número 5 nos permite observar un comparativo frente al número de empresas grandes participando en el mercado de valores.

CONCLUSIONES

Después de nuestra investigación, podemos concluir que las reformas de la actual Ley de Mercado de Valores y de su reglamento el REB, instrumento necesario para la respectiva operatividad, las mismas no han sido el pilar preciso que permitan incentivar a los distintos Gobiernos Corporativos de las Compañías Familiares PYMES y en acrecentar una mayor participación más activa de este segmento de la Economía Popular y Solidaria del País. Después de las encuestas efectuadas y entrevistas formuladas entre los factores que podemos citar y que obedecen a la ausencia de participación están 1) los altos costos bursátiles que representan estos procesos, 2) los tiempos de estructuración que bordean los 4 meses promedio, 3) el desconocimiento sobre como poder operar en el mercado de valores y por último 4) falta de sistemas o tecnología de vanguardia

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.

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.
- Asamblea General, A. E. (14 de Mayo de 2014). *Registro Especial Bursátil*. Quito: CIESPAL.
- Bolsa de Valores de Guayaquil, B. (20 de 12 de 2016). *Bolsa de Valores de Guayaquil*. Obtenido de <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/>
- Bolsa de Valores de Guayaquil, B. (20 de 01 de 2016). *Bolsa de Valores de Guayaquil*. Obtenido de <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/sectorpublico/SPEn e16.pdf>
- Bolsa de Valores de Guayaquil, B. (10 de 01 de 2016). *Bolsa de Valores de Guayaquil*. Obtenido de <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/horariosnego.asp>

- Hernández, R. (2014). *Metodología de la investigación*. México: Mcgraw Hill.
- Registro Especial Bursátil. (2016). *Registro Especial Bursatil Articulo 1*. Quito: CIESPAL.
- Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, SCVS. (2010). *Superintendencia, de Compañías Valores y Seguros*. Guayaquil.