

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL
ECUADOR FACULTAD DE ECONOMÍA**

Disertación previa a la obtención del título de Economista

**La introducción del sector industrial de las PYMES en el
Mercado de Valores de Ecuador periodo 2008 – 2014**

**Franco André Mejía Solís
francoandre93@gmail.com**

**Director: Mtr. Carlos Reinoso Guayaquil
ca.reinoso@careiconstructores.com**

Quito, Noviembre de 2015

Resumen

La presente investigación busca por medio de un análisis descriptivo, evidenciar la posibilidad de obtener alternativas de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas (PYMES) del sector industrial por medio del mercado de valores. Se realizó un análisis de la situación del mercado de valores, mediante indicadores como la Capitalización Bursátil en relación al Producto Interno Bruto (PIB), la evolución del mercado primario y secundario, y la participación por sector económico en el mercado de valores. Posteriormente se realizó un análisis de los diferentes casos internacionales en donde las PYMES han podido ingresar al mercado de valores, se observó su evolución normativa e institucional, la estructura del mercado de valores y los instrumentos especializados para PYMES, los casos fueron; Alemania, Chile y Argentina. La investigación finalizó con el análisis económico y financiero de las PYMES del sector industrial. Para el caso de análisis financiero, se analizó indicadores de liquidez, solvencia y rentabilidad de las PYMES del sector industrial. Se observó los procesos que deben cumplir las PYMES para emitir obligaciones, papeles comerciales y realizar titularizaciones, de acuerdo a los requisitos establecidos por la Superintendencia de Compañías y la Junta de Regulación del Mercado de Valores, bajo estos requisitos se determinó todos los costos asociados al proceso de emisión y la amortización de las diferentes alternativas de financiamiento por medio del mercado de valores, como resultado se determina que alternativa es menos costosa para las PYMES del sector industrial.

Palabras clave: PYMES, Alternativas de financiamiento, Mercado de valores, Sector industrial, Costos de emisión.

La introducción del sector industrial de las PYMES en el mercado de Valores de Ecuador periodo 2008 – 2014

Introducción	4
Metodología de trabajo	6
Fundamentación teórica	8
Sistema financiero.....	8
Mercados financieros.....	11
Mercado de valores	14
PYMES.....	22
Sector industrial.....	24
Capítulo I: Estado del mercado de valores	26
Evaluación del mercado de valores.....	26
Situación económica del mercado de valores.....	33
Estructura mercado de valores	41
El mercado de valores en la economía ecuatoriana	43
Capítulo II: Experiencia internacional en el financiamiento de las PYMES a través del mercado de valores	50
Experiencias internacionales.....	51
Capítulo III: El sector industrial de las PYMES y el mercado de valores, alternativas de financiamiento del sector industrial	75
Análisis del sector industrial.....	75
Análisis financiamiento PYMES.....	102
Alternativas de financiamiento	111
Conclusiones	129
Recomendaciones	132

Introducción

La presente investigación pretende, por medio de un análisis descriptivo, evidenciar la posibilidad de obtener alternativas de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas del sector industrial del Ecuador por medio del mercado de valores. Según la Corporación Andina de Fomento (CAF, 2011: 119) las pequeñas y medianas empresas son un actor relevante en las economías de América Latina, ya que aportan entre el 45% y 65% del empleo y entre el 25% y 35% del PIB (Llisterri, 2007: 64). En el Ecuador la estructura productiva se encuentra concentrada en sectores de escasa generación de valor agregado y bajo contenido tecnológico, esto ocasiona que a pesar de ser el sector industrial un generador de encadenamientos, no sea el motor del crecimiento económico del país (MIPRO, 2012:24), es por eso que existe un empeño por parte del Gobierno, en apoyar a sectores estratégicos de la economía ecuatoriana, uno de ellos es según Plan Nacional del Buen Vivir, diversificar y generar un mayor valor agregado en la producción nacional (SENPLADES, 2014:81), para esto una de las metas es incrementar la participación de la industria manufacturera en un 14,5% del PIB, para poder lograr cumplir con esos objetivos y metas; es necesario desarrollar una política que permita el crecimiento del sector manufacturero.

En este contexto, se debe considerar una infraestructura institucional y legal que genere inclusión en sectores económicos vulnerables, esta infraestructura debe estar guiada hacia la optimización de los procesos y requisitos que las pequeñas y medianas empresas deben cumplir para poder mantenerse en el mercado, así también generar una mayor eficiencia en los procesos legales con la finalidad de disminuir los costos de transacción que muchas de las empresas deben incurrir por requisitos normativos. Pero no solo los requisitos como, creación de empresas, tributarios, laborales deben estar guiados a favor de las pequeñas y medianas empresas, la obtención de recursos debe ser uno de los elementos de principal atención, debido a su impacto en el crecimiento que puede tener este factor en las PYMES. El acceso a financiamiento para este sector es muy limitado, una de las principales razones se basa en la existencia de fallas en el funcionamiento de mercados de créditos, esencialmente, por la insuficiente información con la que cuentan los bancos para realizar las evaluaciones de riesgo. El resultado de esta información asimétrica es la imposición de garantías para cubrirse del riesgo y la elevación de las tasas de interés haciendo más costosa la financiación (Hernan, 2007:8). Por otra parte, las PYMES muestran dificultades para cumplir con los requisitos que les son exigidos para obtener financiamiento, esto incluye el armado del proyecto, el diseño de una estrategia y la capacidad de reunir la documentación pertinente (Goldstein, 2011:7).

Los intermediarios financieros cumplen un papel primordial, el cual es la captación de recursos por parte de personas o instituciones con exceso de liquidez, con el objetivo de canalizar estos recursos hacia proyectos de inversión, estas pueden ser iniciativas empresariales como familiares (CAF, 2011:23). Es en este punto en donde la investigación se enfocará. Debido a que el mercado de valores es un espacio en donde oferentes y demandantes de capital se encuentran, puede ser una valiosa herramienta que permita la canalización de recursos hacia el sector industrial de las PYMES, de una manera más eficiente que el mercado monetario (OCDE, 2013: 48). Para determinar la posibilidad de la pequeña y mediana empresa en obtener recursos por medio del mercado mencionado, se realizó un análisis de la situación del mercado de valores. Adicional se identifica los principales sectores económicos que más utilizan dicho mercado, la finalidad de este análisis es poder observar la participación del sector industrial en el mercado bursátil.

Se analizó los diferentes casos internacionales en donde las PYMES han podido ingresar al mercado de valores, cuáles han sido las políticas aplicadas y su evolución normativa que ha permitido que pequeñas y medianas empresas puedan obtener recursos del mercado de valores, los países elegidos fueron; Alemania, Chile y Argentina, cada uno de los países mencionados tiene procesos y situaciones económicas distintas, en donde el mercado de valores se ha desarrollado, para el caso de Alemania resulta importante observar la estructura y requisitos que el mercado bursátil actualmente tiene, en donde, tanto inversores como emisores tengan confianza en participar en él. Para el caso de Chile predomina una infraestructura institucional a favor de las pequeñas y medianas empresas, una bolsa de valores emergentes con requisitos especializados para ingreso de empresas en fase de crecimiento o que necesiten capital semilla, como un impulso para poder competir en el mercado. Para el caso de Argentina, se analizará los diferentes instrumentos de financiamiento que las PYMES poseen en el mercado de valores y cuál ha sido su participación desde el 2008 al 2014, resulta importante observar como la titularización de cheques de pago diferidos es una de las principales fuentes de financiamiento dentro del mercado de valores.

La investigación finalizará con el análisis económico y financiero de las PYMES del sector industrial, para el análisis económico, se visualizará la participación del sector industrial en el PIB nominal del Ecuador durante el periodo del 2008 al 2014, adicional se observa la evolución del número de compañías que se encuentran en el país y el personal ocupado. Para el caso del análisis financiero, se realizará a través de indicadores de liquidez, solvencia y rentabilidad de las PYMES del sector industrial, por medio de los datos proporcionados por la Superintendencia de Compañías de Valores y Seguros. Para finalizar la investigación, se realiza una comparación de las alternativas de financiamiento, se empieza con un análisis de la evolución del volumen de crédito otorgados hacia las PYMES por parte del sistema bancario, el destino del crédito otorgado y el plazo al cual ha sido otorgado, adicionalmente se analiza la evolución de la morosidad de la cartera de créditos de PYMES con la finalidad de observar la solvencia del segmento de la pequeña y mediana empresa. Finalizado este análisis se realiza una comparación de las diferentes alternativas de financiamiento, se tomaron en cuenta los procedimientos y costos de emisión de Obligaciones, Papeles Comerciales y la realización de Titularizaciones, se compara las alternativas proporcionadas por el mercado de valores ecuatoriano con el costo del crédito bancario, determinando el tipo de financiamiento más eficiente para las PYMES del sector industrial

Metodología de trabajo

La investigación se delimitó en el periodo 2008 al 2014, el método que se utilizó para la investigación fue el análisis de los resultados obtenidos o método cuantitativo, por medio de la observación de datos se pudo llegar a conclusiones y recomendaciones, que fueron sustentadas por medio de los diferentes indicadores utilizados en la presente investigación, con esto se busca resolver las siguientes preguntas y objetivos.

Pregunta General:

- ¿Cuál fue la dimensión del acceso al financiamiento por parte de las PYMES en el mercado de valores en el Ecuador, durante el periodo 2008 – 2014?

Preguntas Específicas:

1. ¿Cuál es la situación económica del mercado de valores en el Ecuador?
2. ¿Cuáles son los casos internacionales de éxito en donde las PYMES han logrado ingresar en el mercado de valores?
3. ¿Cuál es el proceso para la autorización de la emisión de títulos valores?
4. ¿Cuáles son las alternativas de financiamiento en el Ecuador para las PYMES?

Objetivo General:

- Analizar el acceso a financiamiento por parte del sector industrial de las PYMES en el mercado de valores ecuatoriano, identificando la posibilidad de generar mayores oportunidades de obtención de capital.

Objetivo Específicos:

1. Observar el estado del mercado de valores en el Ecuador
2. Revisar los casos internacionales donde las PYMES han logrado ingresar en el mercado de valores
3. Analizar el proceso para la autorización de emisión de títulos valores para las PYMES en el Ecuador
4. Estudiar las alternativas de financiamiento en el Ecuador para las PYMES

Para empezar, se observó la evolución del mercado de valores ecuatoriano en el periodo 2008 a 2014, por medio de indicadores como, la capitalización bursátil en relación al PIB, este indicador nos

permitió visualizar el tamaño del mercado de valores ecuatoriano, el dinamismo de este mercado se determinó, a través de la evolución del sector primario y secundario. Se realizó un análisis de la estructura institucional y normativa que componen las reglas de comportamiento de los participantes del mercado de valores, cómo ha sido su evolución y cuáles han sido sus principios y objetivos. Se determinó los sectores económicos con mayor participación en el mercado de valores nacional y la estructura de negociación de los títulos valores. Esto nos ayudó a determinar las condiciones económicas en las que se encuentra el mercado de capitales de Ecuador.

De este análisis se evidenció casos en donde las PYMES han utilizado el mercado de valores como fuente de financiamiento, la presente investigación observó el caso de Alemania, Chile y Argentina. Para el análisis de los mercados de capitales internacionales se contempló la evolución normativa e institucional, se observó las mejores políticas utilizadas para brindar recursos a las PYMES y los tipos de instrumentos financieros especializados en la pequeña y mediana empresa, el objetivo de este análisis es poder tomar como ejemplos casos de éxito en donde las PYMES se ven beneficiadas para la obtención de recursos por medio del mercado de valores.

Observado los diferentes casos internacionales, se realizó un análisis de la situación económica y financiera en la que se encuentran las pequeñas y medianas empresas del sector industrial, se analizó la participación del sector industrial en la economía del país, mediante su participación en el PIB, el número de compañías existentes y su captación de empleo. Para determinar la problemática sobre el financiamiento a través del sistema bancario, se observó la evolución del crédito otorgado al segmento PYMES, el plazo al cual ha sido otorgado y cuál ha sido el destino de los recursos captados, las fuentes de estos datos son del Banco Central del Ecuador y la Superintendencia de Compañías y Valores. A través de indicadores como liquidez, solvencia y rentabilidad se determinó la situación financiera en la que se encuentran las pequeñas y medianas empresas del sector industrial. Se analizó los procedimientos que las PYMES del sector industrial deben realizar para poder cotizar en la bolsa de valores y cuáles son los costos que implica. Estos datos se obtuvieron del Consejo Nacional de Valores ahora nombrado como Junta de Regulación del Mercado de Valores, Ley de Mercado de Valores y la propuesta de los costos asociados a la emisión de títulos, por medio de información proporcionada por la casa de valores ACCIVAL, este análisis determinó cuáles son los factores que impiden a las PYMES del sector industrial acceder mercado valores ecuatoriano. El trabajo terminó con la determinación de la alternativa de financiamiento de menor costo, adicional se propone políticas aplicables en el Mercado de Valores de Ecuador para generar una mayor participación y se plantea acciones que pueden realizar las PYMES para acceder al financiamiento por medio de la emisión de títulos valores de renta fija.

Fundamentación teórica

Para empezar la investigación sobre la introducción de las PYMES en el mercado de valores observaremos el campo de la economía en la que se desenvuelve esta investigación, su composición y funcionamiento permitirá determinar la interacción de los agentes en el sistema financiero.

Sistema financiero

El sistema financiero está constituido por el conjunto de instituciones e intermediarios financieros que captan el ahorro y lo conectan con las necesidades de inversión a través de los productos financieros. Estos se pueden definir como, el servicio que satisface la demanda de financiación externa de las empresas, con la finalidad de proporcionarles los fondos precisos para el desarrollo de sus necesidades de inversión (Cámara de comercio e industria de Zaragoza, 2009:34).

En el sistema financiero existen unidades excedentarias y deficitaria de liquidez, en donde las unidades excedentarias redistribuyen temporalmente sus recursos, con el objetivo de rentabilizar la parte no consumida (ahorro) y canalizarlo hacia la inversión a través del sistema financiero, conformado por un conjunto de instituciones, instrumentos y mercados en los que se va a canalizar el ahorro. Los agentes que facilitan esta interacción, los denominaremos intermediarios financieros, los cuales son los encargados de redistribuir los excesos de liquidez y satisfacer las necesidades de los ahorradores y los inversores (Grinblatt, 2003:16).

a) Características

El sistema financiero de un país está formado por un conjunto de instituciones, medios y mercados, cuyo fin primordial es canalizar el ahorro de las unidades con superávit hacia los prestatarios o unidades con déficit, el sistema financiero entonces comprende no solo los instrumentos o activos financieros, también abarca las instituciones o intermediarios y los mercados financieros, así como las autoridades monetarias y financieras encargadas de regular y controlarlo (Cuervo, 2012:1)

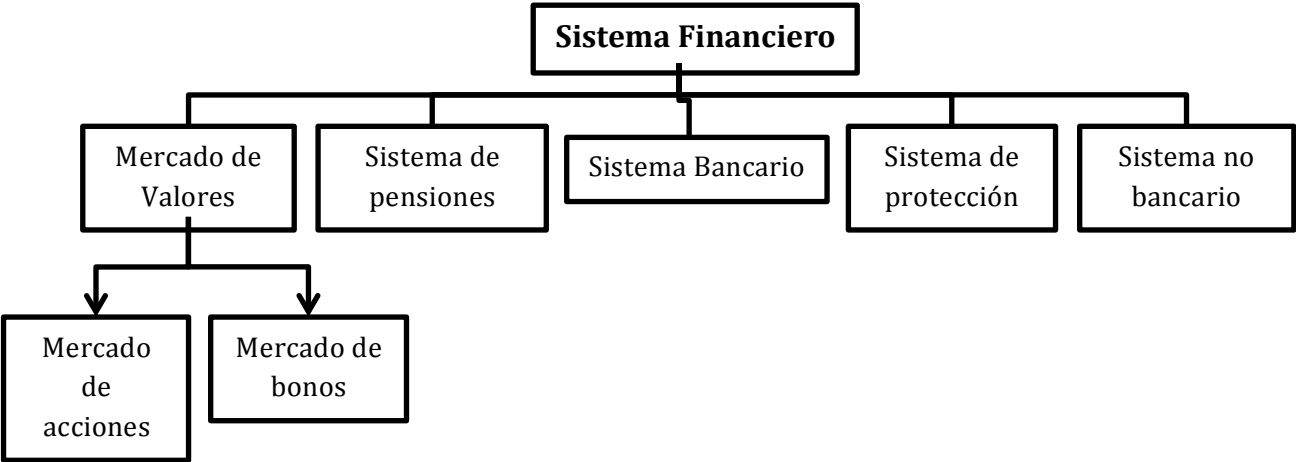
Su importancia viene dada por la funcionalidad de canalizar el ahorro hacia los prestatarios públicos o privados, el grado de eficiencia en este proceso de transferencia será mayor cuanto más sea los flujos de recursos de ahorro generado y dirigido hacia la inversión productiva (Cuervo, 2012:1).

Los componentes con los que consta el sistema financiero son: Instrumentos o activos financieros, los cuales son valores emitidos por las unidades económicas deficitarias que según López (2004: 26) tienen como características principales el grado de liquidez en función de su facilidad de ser convertido en efectivo; el riesgo, en función de la solvencia del emisor y sus garantías, y la rentabilidad, es decir la capacidad de producir intereses u otros rendimientos.

El siguiente componente son las instituciones o intermediarios financieros, este se divide en dos entidades. Las entidades de crédito son las encargadas de captar los fondos del público y colocarlos hacia las necesidades de financiamiento y liquidez de los agentes, con el compromiso de que los fondos captados sean devueltos. Y las no entidades de crédito en donde se encuentran compañías aseguradoras, fondos de inversión, fondos de pensiones y sociedades y agencias de valores (Mato, 2007:174).

b) Estructura del sistema financiero

**Gráfico No 1
Estructura Sistema Financiero**

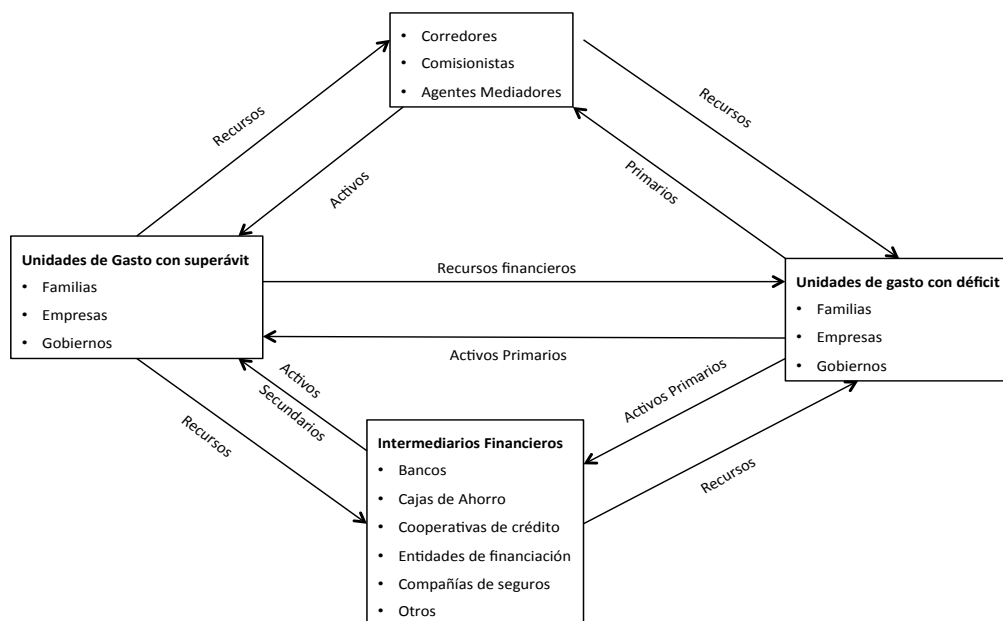


Fuente: Court M., 2011
Elaborado por: André Mejía

c) Funcionamiento

Para entender el funcionamiento del sistema financiero es necesario analizar el gráfico No 2, como se puede observar en la parte superior, las unidades deficitarias emiten los denominados activos financieros primarios estos pueden ser acciones, obligaciones, bonos, etc., mediante los cuales atraen a los ahorradores o unidades superavitarias. Es claro observar como los intermediarios financieros sólo realizan la función de mediación y no crean ningún tipo de activo, estos ponen en contacto oferentes y demandantes de fondos, pero cuando un intermediario financiero emite un activo financiero se le denomina activo financiero indirecto o secundario, esto se refiere a activos como cuenta corriente, depósito de ahorro, depósito a plazo, la aceptación de los ahorradores de estos activos, es lo que permite la labor de intermediación. (Parejo, 2012: 2).

Gráfico No 2
Funcionamiento mercado de valores



Fuente: Parejo 2012

Elaborado por: André Mejía

La captación de fondos por medio de los servicios prestados por los intermediarios, y luego canalizarlos a la inversión, se denomina función de transformación. Esta especialización que transforma el corto plazo en largo plazo tiene como base el comportamiento de los agentes (Parejo, 2012:2)

d) Instrumentos financieros

Se denomina activos o instrumentos financieros a los títulos emitidos por las unidades económicas deficitarias, estos activos constituyen un medio de mantener riqueza para quienes lo posee y un pasivo para quienes los generan.

Para comprender de mejor manera como funciona un producto financiero es necesario saber la definición de un activo, según Fabozzi (2000:4), es cualquier posesión que tiene valor en un intercambio, estos pueden ser clasificados como tangibles o intangibles. Activos tangibles son aquellos que su valor depende de cualidades físicas, por otro lado, los activos intangibles representan una obligación legal sobre un beneficio futuro.

Los activos financieros o productos financieros cumplen dos funciones principales: la primera es la de transferir fondos de aquellos que tienen un excedente, hacia aquellos que desean invertirlos en activos tangibles. La segunda función está relacionada con la transferencia de fondos, de tal manera que se

distribuya el riesgo asociado con el flujo de efectivo generado por los activos tangibles (Modigliani, 2000:5).

e) Intermediarios financieros

Los intermediarios financieros surgen como facilitadores en la integración entre agentes deficitarios y superavitarios, debido a la imperfecciones de información existentes en los mercados financieros, para Madura (2001:8), los mercados son imperfectos, los compradores y vendedores de valores no tienen pleno acceso a la información y no siempre pueden dividir los valores al tamaño que desean, es entonces necesario las instituciones financieras para resolver este problema de información, los intermediarios financieros canalizan las demandas de los agentes superavitarios y deficitarios, sobre que valores desean comprar o vender. Para Bodie (2003: 50), Los intermediarios financieros son empresas cuyo negocio principal es proporcionar a los clientes ciertos productos y servicios financieros que no se pueden obtener de manera eficientes mediante transacciones directas.

Mercados financieros

El último componente lo representa los mercados financieros el cual es el lugar en donde los activos financieros son negociados y transados por los demandantes y oferentes, esto determina los precios de los activos. La función del mercado es facilitar la interacción de los agentes participantes, fijar precios de los instrumentos de manera que no existan oportunidades de arbitraje, proporcionar liquidez y reducir los plazos y costes de la intermediación (Mato, 2007: 175).

Para Pascual (2000:14) existen diferentes criterios para clasificar los mercados financieros, se puede distinguir los siguientes criterios de clasificación:

1. Según la fase de negociación de un activo: El activo financiero es cotizado, este atraviesa dos etapas el uno cuando el activo es emitido inicialmente, y la segunda etapa cuando el activo es negociado varias veces
2. Según su estructura o grado de formalización: Un activo financiero puede negociarse bajo ciertas condiciones, normas y supervisión de organismos
3. Según la característica del activo: Los activos financieros como lo mencionamos anteriormente tienen diferentes características, esto hace que se ubiquen en mercados financieros diferentes.

Los tipos de activo financieros que se negocian en el mercado financiero se definen según su origen, de acuerdo a ello estos serían tres (Baca, 2003: 76):

- Valores representativos de deuda: Estos activos son transados en el mercado de dinero, y en el mercado de capitales, según su plazo.

- Valores representativos de propiedad: Estos valores representan el patrimonio de entidades también conocidas como acciones o instrumentos de renta variable
- Valores representativos de derechos: Se originan a partir de los valores representativos de deuda, los valores representativos de propiedad y sobre algún otro bien físico o financiero.

Todos estos instrumentos cumplen un objetivo fundamental el cual es la financiación, para la Asociación de Jóvenes empresarios de Zaragoza (2009:15), el acto de financiación consiste en la obtención de fondos o capital para crear y desarrollar un proyecto empresarial, toda empresa necesita realizar inversiones en bienes de equipo, inmuebles, mercancías, etc. Estas inversiones solo pueden llevarse a cabo si se dispone de recursos financiero suficientes, estos recursos están compuestos por capital propio y la capacidad de endeudamiento de la empresa.

Es entonces necesario definir a que nos referimos con financiamiento interno y externo, según la Cámara de Zaragoza (2009:17), la financiación interna, autofinanciación o financiación propia está integrada por los recursos financieros que la empresa genera por sí misma, sin necesidad de acudir al mercado financiero. Con lo referente a la financiación externa es la constituida por los recursos financieros que la empresa obtiene del exterior, la mayoría de los casos porque su autofinanciación no cubre las necesidades de recursos y debe recurrir a préstamos de corto, mediano o largo plazo, en el mercado financiero.

a) Sistema bancario

Para Court M. (2010:16) es el mercado de intermediación indirecta y es el de mayor penetración en la economía y en la sociedad, incluye banca comercial y banca de desarrollo, estas instituciones captan recursos del público a través de servicios financieros y formas de depósitos, este canaliza los ahorros que recibe hacia actividades productivas. Los servicios proporcionados por las instituciones financieras son diversos entre ellos tenemos el intercambio de activos financieros en beneficio de sus clientes, asistencia en la creación de activos financieros, proporcionar avisos de inversión y la administración de cartera de otros participantes (Modigliani, 1996:20).

Los fondos depositados en los bancos les permiten realizar operaciones que pueden ser préstamos personales, hipotecarios, etc. O pueden apoyar proyectos de inversión a una tasa activa, superior a la tasa pasiva, con esa diferencia de tasas, los bancos crecen y obtienen ganancias (Brull, 2007:10). El papel de los intermediarios financieros es el de mayor importancia en los mercados financieros, prestando servicios a los agentes económicos.

Para analizar las operaciones financieras, partiremos de las operaciones del activo y pasivo de la institución financiera, para Fabozzi (2000:56), una institución de depósito busca ganar una diferencia positiva entre los activos que invierte es decir en préstamos y valores, y el costo de sus fondos en este caso depósitos u otras formas de obligación con el público o instituciones, a esta diferencia se le conoce como diferencia de ingreso o margen financiero, esta diferencia debe permitir que la institución logre cubrir con sus gastos operacionales y gane un rendimiento adecuado a su capital

Las instituciones bancarias proporcionan numerosos servicios, esto comprende préstamos a consumidores, préstamos hipotecarios residenciales, los financiamientos de las tarjetas de crédito, financiamiento para bienes inmuebles, préstamos estudiantiles y servicios de inversión financiera, los préstamos a corporaciones no financieras y entidades gubernamentales, actividades de arrendamiento financiero, entre otros. Los préstamos y arrendamientos financieros generan ingresos por interés, el ingreso por cuotas es generado por los servicios de intermediación y por los servicios de inversión financiera (Fabozzi, 2000:60).

La reducción del riesgo por medio de la diversificación es uno de los servicios de las instituciones financieras hacia los agentes económicos, los pasivos que emiten los intermediarios financieros, activos para sus clientes constituyen derechos sobre una cartera diversificada de activos financieros, por medio de esta operación disminuye el riesgo, favoreciendo a los depositantes. Otra de las operaciones de las instituciones financieras es la adecuación a las necesidades de los prestamistas y prestatarios, esta adecuación se representa en forma de cantidad y plazos, es decir por medio de productos financieros que permiten reducir el riesgo en la captación de pasivos a corto plazo y otorgar activos a largo plazo, con el objetivo de obtener un correcto equilibrio de los activos y pasivos del intermediario financiero. La gestión de mecanismos de pago de los intermediarios financieras, facilita el manejo de los recursos (Marín, 2004:15).

Entre los tipos de instituciones financieras se encuentran; Bancos, compañías de inversión y compañías de seguro, comenzaremos con el análisis de los intermediarios más grandes en términos de sus activos y los más utilizados por los participantes del sistema financiero.

b) Mercado monetario

El mercado monetario es donde se negocia efectivo y activos financieros a corto plazo, las funciones más importantes del mercado monetario se pueden separar en dos, el primero es el de canalizar las actuaciones de la autoridad monetaria para incidir en la medida y evolución de los agregados monetarios. La segunda opción es favorecer las operaciones de inversión y financiación a corto plazo de los diferentes agentes operativos de la economía, en un adecuado contexto de rentabilidad, riesgo y liquidez (Larraga, 2008:12).

Los activos financieros, son emitidos por corporaciones y gobiernos para obtener fondos a corto plazo, estos instrumentos ofrecen a los inversionistas liquidez al poderlos vender en el mercado secundario (Larraga, 2008:13).

Los valores más populares en este mercado son:

- Certificados de tesorería
- Papel comercial

- Certificados de depósitos negociables
- Convenios de recompra
- Fondos Federales
- Aceptaciones bancarias.

Mercado de valores

El mercado de valores es también conocido como el mercado de intermediación directa. Es el lugar en donde empresas y Estado acuden a financiar sus actividades y servicios mediante la emisión de acciones y bonos. En este proceso intervienen los bancos de inversión quienes son los encargados en el mercado primario de comprar acciones y bonos directamente a las empresas y al Estado, para posteriormente colocarlos en una bolsa de valores (mercado secundario) en donde son negociados al público (Pablo, 2008:27).

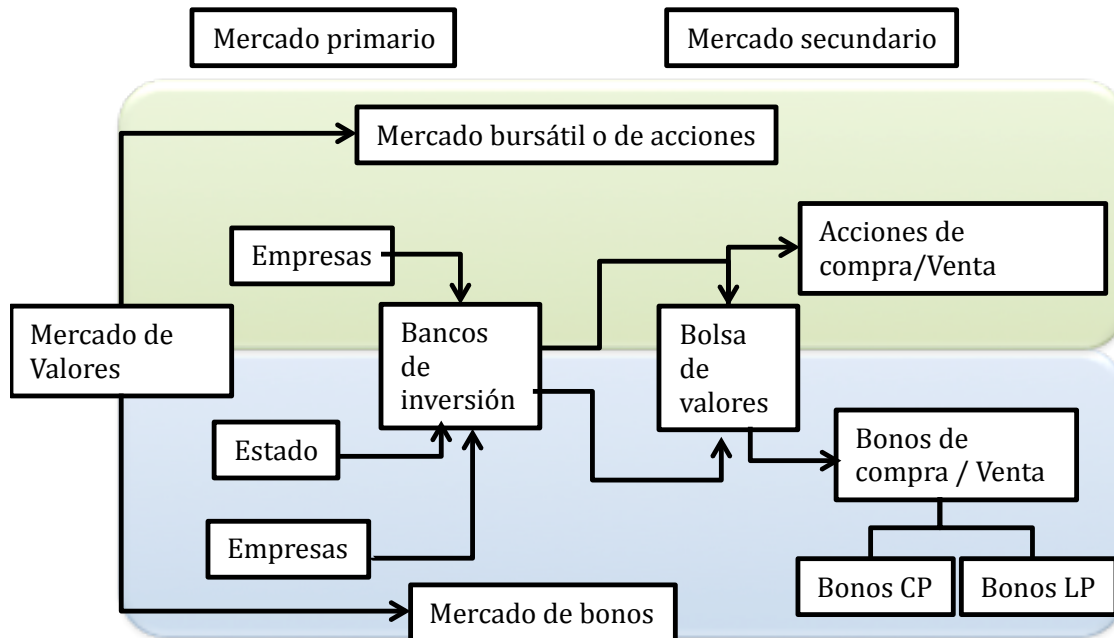
Por mercado de capitales se puede entender como la conformación de activos financieros negociables emitidos, en forma de deuda o como de participaciones en capital, con diferentes grados de liquidez y riesgo. Los activos representativos de deuda se los negocia en el mercado de renta fija, estos títulos pueden tener una tasa de interés prefijada y a un plazo determinado. Los activos que tienen una participación en el capital de los emisores (acciones), cuya rentabilidad viene dada por la participación en beneficios a través del cobro de dividendos o por compra y venta del mismo, se los denomina títulos de renta variable. Los dividendos vienen dados por las utilidades empresariales y las decisiones de inversión por lo tanto la distribución de beneficios es altamente aleatoria (Marín, 2004:68).

Los Mercados de Valores se pueden definir como, mercados organizados y especializados, en donde se realizan transacciones de títulos valores por medio de intermediarios autorizados, estos pueden ser Casas de valores, bróker entre otros, los cuales ofrecen servicios e instrumentos técnicos que facilitan la negociación de activos financieros susceptibles de oferta pública, estableciendo los precios por medio de subastas (Brull, 2007:12).

Las principales funciones de las Bolsas y Mercados de Valores son la de proporcionar información a los inversionistas, sobre las operaciones realizadas y el estado de las empresas, con el fin de precautelar el cumplimiento de la normativa y regulaciones vigentes, evitando distorsiones en el mercado que afectan en las decisiones de los inversionistas (Brull, 2007:12).

a) Estructura del mercado de valores

Gráfico No 3
Estructura mercado de valores



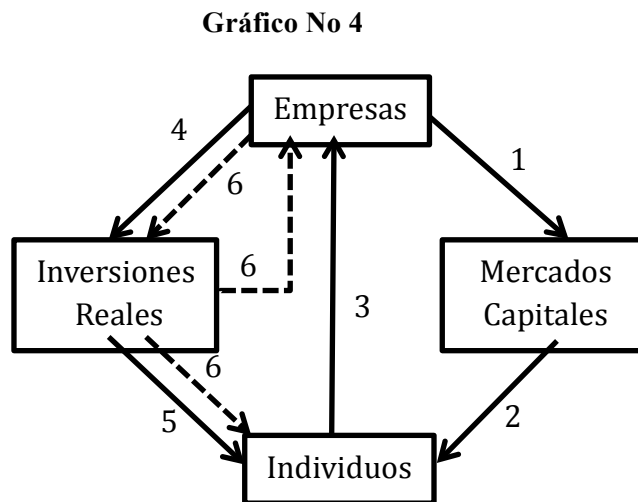
Fuente: López, 2004

Elaborado por: André Mejía

La demanda de los títulos valores emitidos, está conformada por inversores individuales y la inversión colectiva representada por los fondos de inversión. Los inversores individuales según Court M. (2011:6) está vinculada con la adquisición de instrumentos financieros por parte de personas naturales, las cuales toman su decisión de inversión con base en la edad, la riqueza personal, los planes futuros y las necesidades. La inversión colectiva por su parte para Court M. (2011:6) permite a una persona natural acceder a una mayor diversificación a través de entidades que invierten su dinero, junto al de otros inversionistas. De este modo, el dinero de los inversores individuales es gestionado de forma colectiva por profesionales que garantizan una mayor rentabilidad con menor riesgo.

b) *Funcionamiento mercado de valores*

Una vez visto la estructura del mercado de valores es necesario observar su funcionamiento, para esto analizaremos el siguiente gráfico No 4.



Fuente: Bodie Z., Kane A. (2004)

Elaborado por: André Mejía

El gráfico No 4 se explica de la siguiente manera, en (1) las empresas emiten activos financieros haciendo uso de los mercados de capitales. Los individuos compran esos activos, apropiándose así de los derechos sobre los recursos que generan las inversiones reales que realicen las empresas. Como inversiones reales entendemos la creación de un activo físico de larga duración. Esta compra se identifica por (2). Las empresas reciben el dinero en (3) y llevan a cabo sus inversiones reales (4) finalmente, los individuos obtienen los recursos generados por dichas inversiones en (5). Nótese que las empresas pueden reinvertir parte o incluso la totalidad de los recursos generados siempre que dicha decisión maximice la riqueza de los accionistas, que es en definitiva, el objetivo último que debe buscar la empresa. Esta posible reinversión, se representa por (6), teniendo en cuenta que finalmente los recursos que generan las nuevas inversiones autofinanciadas repercutirán en último término en la repartición de dividendos (Bodie, 2004: 19).

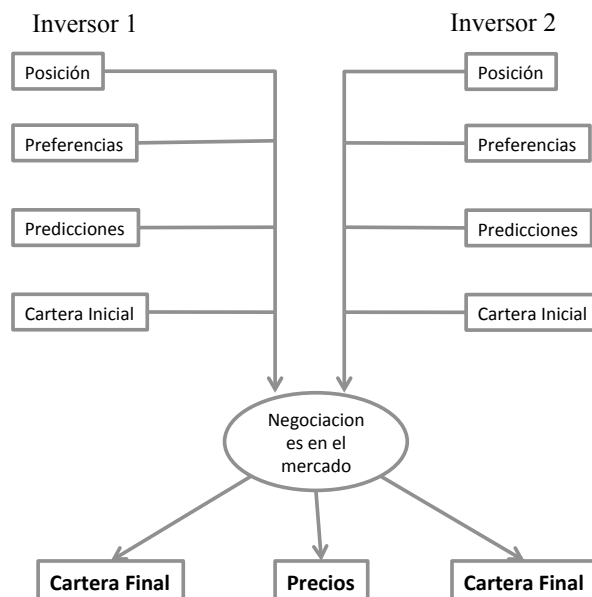
Una vez visto el funcionamiento de la empresa, que acude al mercado de valores, se debe analizar sus necesidades y conocer la capacidad máxima de endeudamiento, es así necesario que la empresa cuente con un plan previsto de amortizaciones y los escenarios posibles en los que pudiera encontrarse en un futuro cercano. Este conocimiento es clave para identificar el tipo de producto que mejor se adapta a sus necesidades. Los productos financieros se caracterizan por los siguientes conceptos (Cámara de comercio e industria de Zaragoza, 2009:20):.

- Tipos de interés o precio del dinero
- Plazo de amortización corto, medio o largo plazo
- Comisiones y gastos asociados

- Garantías o avales requeridos
- Plazo entre la solicitud del producto y la obtención del mismo.

Las decisiones financieras por parte de los inversores incluyen la compra y venta de activos financieros a precios determinados por los mercados. Se puede representar esta interacción por medio de la negociación de dos inversores. Es así como se representa una economía de intercambio, los individuos empiezan con unas carteras iniciales de valores y negociándolos en los mercados financieros, se alcanza el punto máximo cuando no puede realizarse más transacciones, alcanzado este punto, los inversores obtienen una cartera final, los términos bajo los cuales se negociaron los títulos valores constituyen su precio. Este punto máximo es definido como punto de equilibrio, es la situación cuando ya no pueden llevarse a cabo más negociaciones (Sharpe, 2008: 24). El siguiente gráfico No 5 muestra los factores que influyen en la negociación de activos financieros y las obtenciones de resultados.

Gráfico No 5
Cartera de inversión



Fuente: Sharpe William
Elaborado por: André Mejía

Establecido el equilibrio, los resultados se observarán con el pasar del tiempo, las diferencias de los resultados dependerán del valores de sus carteras finales y de la naturaleza de los acontecimientos, otro de los factores determinantes de los resultados esperados son las preferencias de los inversores, estos están relacionados con el riesgo que el individuo está dispuesto a aceptar para obtener una rentabilidad y por último se encuentra las predicciones, esto se refiere a las expectativas a futuro de la inversión realizada por cada inversor (Sharpe, 2008:24)

c) Mercados según su fase de negociación

Los mercados financieros por su fase de negociación se dividen en dos, mercado primario y mercado secundario. Según Larraga (2008:102) el mercado primario se entiende como, el mercado de emisiones de valores nuevos, en este caso el emisor busca financiación y la consigue a través de la colocación de diferentes instrumentos financieros.

El mercado secundario para Van Horne (2002:24), es el mercado donde se compran y venden valores existentes, estas operaciones no aportan fondos adicionales para financiar inversiones de capital, la existencia de un mercado secundario fomenta la compra de valores nuevos, por parte de personas e instituciones, por lo tanto un mercado secundario fuerte aumenta la eficiencia del mercado primario, ya que si el comprador desea vender el activo financiero en un tiempo futuro, podrá hacerlo a bajos costos de transacción. Los mercados secundarios permiten la circulación de los activos e incluso modifican sus características, por lo tanto, el contar con un mercado secundario dinámico brinda la posibilidad de una colocación más fácil y a menor precio de los activos.

d) Mercados según su estructura

Dentro de la clasificación de los mercados según su estructura o grado de formalización, para Elvira (2008:30), se clasifican en dos mercados; un mercado organizado y otro no organizado: Referente al mercado organizado para Pascual (2000:22), es el mercado donde se negocian diversos valores de manera simultánea y bajo ciertos requisitos normativos, en este tipo de mercado se cumple con tres características, la primera es la estandarización de los contratos negociados, segundo la existencia de un órgano regulador y por último la existencia de un sistema de garantías y liquidación de posiciones. En el caso de un mercado no organizado para Moya (2012:102) no existen ningún tipo de regulación, el vendedor y el comprador negocian directamente en un mercado directo y libre, es decir se acoge a cualquier tipo de producto derivado a medida del inversor creado por cualquier entidad financiera. Para Rojo (2004:32), es un mercado totalmente flexible, por lo tanto, la gama de productos que se negocia en este mercado es muy amplia.

Para Lozano (2012:101) la principal diferencia entre mercado organizado y no organizado. es que en el primer caso constan con una cámara de compensación mientras que los mercados no organizados no la tienen, el funcionamiento de este mercado de compensación según Elvira (2008:30) es, liquidar y compensar las operaciones financieras, dicha cámara se interpone entre las partes contratantes al objeto de subrogarse en las obligaciones contractuales de las partes negociantes, dándoles garantía del buen fin de la operación.

e) Mercados según las características de los activos

Dentro del mercado de capitales se puede distinguir dos tipos de mercado; El mercado de acciones, el cual es el mercado que permite la emisión, colocación y negociación de títulos valores sin caducidad o con vencimiento a largo plazo (Meoño, 2006: 9).

Por otro lado, se encuentra el mercado de deuda, corresponde al mercado de recursos provenientes de los intermediarios financieros y empresas, caracterizados por títulos valores negociados a plazos y rendimientos establecidos (Meoño, 2006: 9).

f) Participantes del mercado de valores

Comenzaremos con el participante de mayor número y que garantizan la liquidez de los títulos valores estos son los oferentes de capital que están interesados en comprar los títulos valores emitidos por medio de sus excesos de liquidez con el fin de obtener rentabilidad, por otro lado se encuentran los demandantes de capital estos pueden ser instituciones públicas como el Estado, comunidades autónomas, ayuntamientos, empresas públicas y empresas privadas, el objetivo es obtener financiamientos. Y por último los mediadores, la función que cumplen en el mercado de valores es la de conectar las demandas de los compradores con las ofertas de los vendedores (López, 2004:67).

g) Títulos de renta fija

El nombre renta fija alude a las promesas que se constituyen cuando un inversionista recibe una promesa de flujos de caja en el futuro, de acuerdo a un contrato, que se hace explícito en el prospecto de la emisión, el contrato dicta las características de la relación entre el emisor y el inversionista (Lahoud, 2002: 119).

Bajo la contabilidad de una empresa se llama empréstito, a la deuda representada por el conjunto de los títulos emitidos. Las partes implicadas son; el emisor o prestatario y el rentista, el valor nominal de un título figura inscrito en el mismo, cuantificando la fracción de la deuda contenida en dicho título, la devolución del importe invertido y el pago de rendimientos se ciñe a un plan determinado en el momento de la emisión, el riesgo contraído por el suscriptor se limita al importe invertido y en caso de suspensión de pagos o quiebra de la entidad emisora, aquel se situaría a nivel de los acreedores en cuanto a posibilidad de recuperación de su inversión Rojo (2004:56).

h) Títulos de renta variable

Los títulos de renta variable son las acciones comunes. Se denominan de renta variable debido a que los rendimientos que reciben los inversionistas, depende del desempeño de la empresa emisora, los inversionistas reciben los dividendos generados por la empresa. Por otro lado, los títulos de deuda de renta variable, su rendimiento se ajusta periódicamente, de acuerdo a las condiciones del mercado y las especificaciones del contrato o prospecto. (Meoño, 2006: 32).

Los títulos de renta variable también representan la cesión de recursos a un tercero, pero en calidad de titular, asumiendo el papel de partícipe en los resultados que se pudieran obtener, por lo que su remuneración no se encuentra prefijada, este depende de las políticas de repartición de dividendos de la empresa, con este tipo de valores no se puede hablar que tienen una fecha de vencimiento establecida o de un plazo de recuperación del capital invertido (De Magarida, 2009:220).

i) La bolsa de valores

La bolsa de valores es un mercado en donde se negocian una serie de productos, entre compradores y vendedores, la bolsa es el punto de encuentro entre ahorradores y empresas. Para este último que necesitan fondos para alcanzar diferentes objetivos, la bolsa de valores permite obtener financiamiento por medio de la venta de activos financieros, es decir acciones, bonos, obligaciones, dependiendo de las necesidades de la empresa. Para el caso de los ahorradores la bolsa de valores le permite obtener rentabilidades por medio de la compra de los activos emitidos, mediante el excedente de capital que poseen según Hernández (2000: 1) la bolsa de valores cumple una función esencial en el crecimiento de toda economía, debido a que canaliza el ahorro hacia la inversión productiva. Este mercado sirve como instrumento de financiación de las empresas y de inversión para los ahorradores, facilitando la movilización de los recursos.

En el caso de financiamiento a través de la bolsa, la empresa puede emitir acciones sin tener que verse comprometida a devolver o amortizar esos fondos conseguidos, al comprar las acciones por los inversores, estos se convierten en nuevos propietarios de una parte del capital social de la compañía y reciben el nombre de accionistas (Brun, 2008: 12).

La bolsa cumple una función esencial en la economía, y es la de brindar liquidez a las emisiones efectuadas por las empresas, por lo tanto, es un mercado financiero secundario por excelencia, adicional es un mercado oficial organizado que brinda seguridad jurídica a todas las transacciones que se realizan y facilita la accesibilidad a todos los participantes (Brun, 2008: 12).

j) Funciones de la bolsa

Las principales funciones de la bolsa de valores comprende; proporcionar a los participantes información veraz, de los valores y las empresas inscritas en las bolsas, sus emisiones y las operaciones que en ella se realicen, también la de supervisar todas las actividades, con lo referente al cumplimiento de las regulaciones vigentes, por lo general las empresas deben presentar Balances trimestrales, los mismos que están en las bibliotecas de los mercados de valores, con el fin de que los inversores puedan seguir su evolución financiera, y poder tomar decisiones para invertir (Brull, 2007: 12).

Las bolsas de valores cumplen con la función de ser el punto de encuentro entre inversores y empresas, promueven el crecimiento económico al canalizar el ahorro hacia la inversión productiva. Por otro lado, el ofrecer liquidez permite convertir los títulos o valores mobiliarios en dinero. Otra de las funciones es la capacidad para fijar precios a través de la oferta y la demanda. Con el objetivo de tener mayor eficiencia en las operaciones, la bolsa proporciona información transparente para los inversores y empresas (Brun, 2008: 13).

k) Rentabilidad de las operaciones bursátiles

La rentabilidad de un activo, se refiere a los rendimientos nominales generados por la correspondiente inversión financiera en dicho activo, los rendimientos pueden adoptar diversas formas, intereses en el caso de los bonos u obligaciones e instrumentos denominados de renta fija y dividendos o ganancias de capital en el caso de las acciones o instrumentos de renta variable. Para el caso de los bonos u obligaciones, el rendimiento se lo puede conocer de antemano, mientras que los rendimientos de las acciones, en términos de dividendos o ganancias de capital, son mucho más aleatorios (Marín, 2004: 6).

La rentabilidad de los títulos mencionados se los denomina rendimientos directos, debido a la relación contractual entre emisores e inversores de los activos en el mercado primario o entre inversores en el mercado secundario. Existe un segundo tipo de rentabilidad, el cual es de carácter indirecto, según Marín (2004: 6), es producido por las desgravaciones en los impuestos sobre la renta de personas o de sociedades, el problema en esta clase de rendimientos es que son aleatorios no son de fácil predicción, la rentabilidad indirecta queda a discreción de la política económica de un país.

Bajo la condición de que un activo debe ser más rentable cuanto menor sea su liquidez y mayor su riesgo, se puede establecer la siguiente función:

$$R = F(L, r)$$
$$\frac{\partial R}{\partial L} < 0, \quad \frac{\partial R}{\partial r} > 0$$

Donde, respecto al activo considerado

R= rentabilidad

L= Liquidez

r= riesgo

La derivada de la rentabilidad con respecto a la liquidez $\frac{\partial R}{\partial L} < 0$, significa que la rentabilidad es función decreciente de la liquidez, a menor nivel de liquidez, mayor será el rendimiento exigido (Marín; 2004: 7).

Con respecto a la derivada de la rentabilidad con respecto al riesgo $\frac{\partial R}{\partial r} > 0$, indica que la rentabilidad es función creciente del riesgo; a mayor valor del riesgo, mayor será el rendimiento exigible en el mercado (Marín, 2004: 7). Como se puede observar en la función anterior la rentabilidad, riesgo y liquidez son variables interdependientes, con relaciones funcionales en los mercados financieros.

l) Economía financiera

Una vez visto el funcionamiento y la estructura del mercado de valores la teoría que está detrás de todo esto es la economía financiera, esta comprende el comportamiento de los individuos en la asignación intertemporal de sus recursos en un entorno incierto. Las organizaciones económicas que comprende son; las empresas poseedoras de los medios físicos de producción y que emiten activos financieros para financiar sus proyectos de inversión y los intermediarios financieros, que son poseedores y emisores de activos financieros, invirtiendo, por lo tanto, solamente de forma indirecta en activos físicos o reales (Bodie, 2004: 10). El mercado en donde los individuos e intermediarios intercambian dichos activos se lo denomina mercado de capitales.

El mercado de valores o también denominado mercado de capitales según Marín (2011: 15) es el principal foco de atención de la economía financiera y su diferencia metodológica con el resto de teorías económicas es, la ausencia de arbitraje en la valoración de contratos e instrumentos financieros que se caracterizan por su intertemporalidad y la resolución de la incertidumbre. Cualquier inversión que permita ganar dinero a cambio de nada es una estrategia de arbitraje.

La economía financiera según Gonzales (2011:20) posee tres problemas fundamentales, la primera se refiere al aprendizaje en revelar consistentemente predicciones económicas mediante la observación de los precios de los activos financieros que surgen de mercados competitivos. El segundo problema es la eficiente organización y regulación de los intermediarios financieros y de los mercados de contratación de títulos valores. Y por último la eficiente toma de decisiones por parte de las empresas, en este caso se puede analizar la teoría sobre los costos de agencia en donde existe una asimetría de información entre los gerentes y propietarios de la empresa (accionistas), las soluciones son: direccionar al gerente a la alineación estratégica de la empresa por medio de incentivos, u obtener deuda por medio de bancos, esta decisión limitaría las acciones del gerente por intentar beneficiarse más que los propietarios.

Para Bodie (2004: 19) la ausencia de arbitraje como hipótesis de trabajo convierte a la economía financiera en una materia con naturaleza propia proporcionándole además una potentísima herramienta de trabajo que ha tenido y tendrá consecuencias muy importantes para el estudio de la economía en general.

PYMES

Para definir PYMES es necesario primero entender el concepto de empresa, para esto desde el punto de vista macroeconómico la empresa representa uno de los agentes fundamentales en el desarrollo de todo sistema económico, por lo tanto podemos definirla como la unidad económica básica de producción, bajo esta definición inicial la empresa crea o aumenta la utilidad de los bienes y servicios para satisfacer las necesidades de las economías domésticas, el concepto que adoptaremos debido al enfoque de la disertación, la empresa genera un proceso de transformación de los factores productivos en productos finales través de una determinada tecnología (Sanchís, 1999: 4)

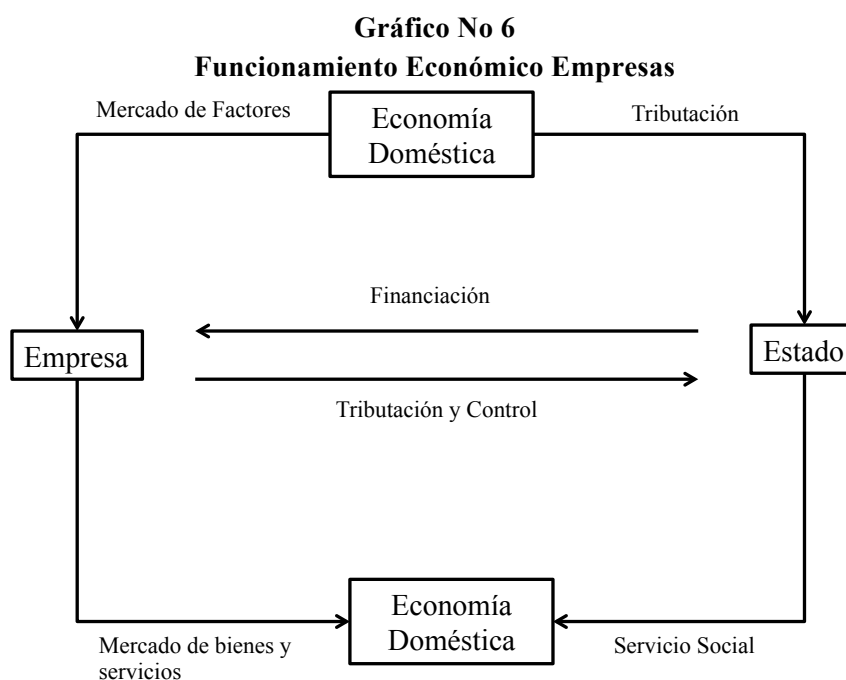
Partiendo de la definición de empresa es entonces necesario definir que son las PYMES, es necesario considerar que a nivel general la definición de PYMES, difiere de país en país, estas diferencias ocurren debido a factores como geografía y los desiguales niveles de desarrollo de los países, así también como la cobertura de la política que se intente desarrollar en la economía, por lo tanto, la diversidad impide una clasificación única. En la práctica las variables más usadas para la clasificación son; el número de personas ocupadas por establecimiento y el monto bruto de facturación (Cleri, 2007: 41).

Con el fin de delimitar la investigación, la definición que optaremos como PYME la obtendremos de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Resolución No. SC.Q.ICLCPAIFRS.11., artículo primero, en la cual califica como PYMES a las personas jurídicas que cumplan las siguientes condiciones:

- Activos totales inferiores a cuatro millones de dólares
- Registre un Valor Bruto de Ventas Anuales inferior a cinco millones de dólares
- Tenga menos de 200 trabajadores.

a) Importancia económica

La empresa desempeña una serie de funciones sociales y económicas que contribuyen al crecimiento económico y esto se puede observar si analizamos el sistema económico compuesto por tres elementos básicos, la empresa, el Estado y las economías domésticas, las relaciones entre los tres elementos se definen a partir del siguiente gráfico No 6, el cual representa el flujo circular de la renta (Sanchis, 1999:2).



Fuente: Sanchis; 1999

Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar en el gráfico No 6 la relación con las economías domésticas viene dada por operaciones que se realizan en los mercados, es decir adquisición de materias primas, mercado de trabajo y la relación con los mercados de bienes y servicios. Por otro lado, la relación que existe con el Estado está dada por las regulaciones, estas pueden ser exigencias legales, cumplimiento de requisitos de capital social, recursos propios, entre otros. Por el lado de la tributación como órgano recaudador. Bajo este punto de vista se puede identificar dos funciones esenciales que cumple la empresa, la primera es la función de renta y ahorro, ya que por una parte se encarga de remunerar a los particulares y por otra fomenta la acumulación de todo tipo de recursos. La segunda función se encuentra en la generación de beneficios derivados por las inversiones, asumiendo un riesgo económico y financiero (Sanchís, 1999:3)

b) Estructura financiera

Para analizar la situación financiera de las PYMES tomaremos en cuenta la información de la Superintendencia de Compañías. Esta institución está facultada para determinar los principios contables que se aplicarán en las entidades sujetas a su control (Art. 294 de la ley de compañías). El 21- 08 – 2006 la Superintendencia de compañías adoptó las NIIF Normas internacionales de información financiera, determinando su obligatoriedad desde el 1/1/2009 (Registro Oficial 348 – 04/09/2006). Según resolución No. 08 - R.O. No. 498 de 2008.12.31 en el cual se establece el cronograma de aplicación obligatoria a las “NIIF”, en tres grupos desde el 2010 al 2012.

Según la resolución No. 08 del 2008.11.20, el tercer grupo de compañías que aplicarán NIIF para PYMES a partir de 1 enero del 2012, con año de transición 2011, son todas aquellas que al 31 de diciembre del ejercicio económico anterior cumplan con las siguientes condiciones; que sus activos totales sean inferiores a 4 millones de dólares, registren un valor bruto en ventas anuales de hasta 5 millones de dólares y tenga menos de 200 trabajadores (personal ocupado).

Sector industrial

En el análisis de las actividades económicas productivas, el término actividad debe entenderse como un proceso, en el cual se combinan recursos tales como equipo, mano de obra, técnicas de fabricación o productos para obtener determinados bienes y servicios. Una empresa fabrica productos finales cuyos procesos de producción pertenecen a distintas categorías de clasificación de actividad, para saber en cual está destinada, se debe determinar en qué actividad ha generado un valor añadido (ONU, 2000: 6).

No siempre es posible obtener la información sobre el valor añadido al producto, en estos casos para aproximar a su actividad principal se debe tomar los siguientes criterios; La proporción del producto bruto de la unidad imputable a los bienes y servicios relacionados con esos tipos de actividad, el valor de ventas de esos grupos de productos y la cantidad de empleados dedicados en los diferentes tipos de actividad, serían los criterios que nos ayudaran a saber o aproximar que tipo de actividades pertenecen a la industria (ONU, 2000: 22).

El sector manufacturero es importante por los encadenamientos que genera especialmente hacia atrás, y porque es capaz de generar empleo e innovación (Kuznets y Murphy; 1996:68). El crecimiento del sector industrial es un paso de desarrollo intermedio, que permite a las sociedades que se basan en producción primaria pasar a un estado de menor vulnerabilidad a los choques externos y un mayor valor agregado. Entre los productos con mayor nivel de valor agregado y encadenamiento son; la metalurgia, vehículos y maquinaria, textiles y vestidos, químicos (Jácome, 2012: 26).

Los principales factores que favorecen el crecimiento de las firmas manufactureras en países en desarrollo son; en primer lugar el clima de negocio, las firmas manufactureras se enfrentan a mercados internos pequeños y no de bienes más sofisticados, el capital humano y las capacidades técnicas de los empleados locales generalmente son bajos, se enfrentan a infraestructura deficiente y costos altos de transporte y finalmente la volatilidad macroeconómica e institucional pueden afectar la capacidad de planificación a mediano y largo plazo de estas firmas (Tybout, 2000:25).

a) Clasificación de actividades económicas

Las industrias manufactureras según la clasificación de la CIIU abarcan la transformación física o química de materiales, sustancias o componentes en productos nuevos, estos provienen de materias primas originados de la agricultura, ganadería, silvicultura, pesca y la explotación de minas y canteras. La alteración, renovación o reconstrucción de productos se consideran por lo general actividades manufactureras (CIIU, 2009: 88).

Bajo la perspectiva de la CIIU se clasifican como industrias manufactureras las siguientes actividades (CIIU, 2009: 88):

- Pasteurizado y embotellado de leche
- Elaboración de productos pesqueros frescos que no se realice aborde de buques pesqueros.
- Impresión y actividades conexas
- Fabricación de mezclas preparadas para hormigón
- Transformación de cueros
- Conservación de la madera
- Enchapado, chapado, termo tratamiento de metales y pulido.
- Reconstrucción o nueva fabricación de maquinaria, motores de vehículos automotores.
- Recauchutado de cubiertas

Capítulo I: Estado del mercado de valores

Para el siguiente capítulo mostraremos la situación del mercado de valores en Ecuador, como ha sido su evolución y los cambios legales que han influenciado en el funcionamiento del mercado bursátil, para esto analizaremos las diferentes leyes de mercado de valores que han sido emitidas y cuál ha sido su objetivo, se finalizará esta parte con la definición de las funciones de las instituciones reguladoras, como, la Junta de Regulación del Mercado de Valores y la Superintendencia de Compañías y Valores, se describirá cuál es su papel actual en la economía ecuatoriana, esto nos ayudará a observar la estructura bajo la cual se maneja el mercado de capitales de Ecuador, posteriormente se realizará un análisis sobre su situación económica, para esto se observará principales variables como la capitalización bursátil, liquidez y estructura acorde a los títulos valores transados. Actualmente el mercado de valores se rige bajo la Ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil, el cual propone eliminar las trabas y distorsiones económicas, sociales y culturales que han impedido el desarrollo del mismo, el principal objetivo es potenciar la participación del sector productivo por medio de alternativas de financiamiento no tradicionales. (Rosero, 2011:172).

Evaluación del mercado de valores

Para entender el contexto bajo el cual inicia el desarrollo del mercado de valores en el Ecuador, cabe mencionar que después de 51 años de vigencia del código de comercio de España se inicia las regulaciones mercantiles en el Ecuador, es así como en 1884 se crea la primera Bolsa de Comercio en Guayaquil, pero pese a los esfuerzos de estimular el crecimiento del mercado de capitales estos no fueron suficientes. La bolsa de valores de Guayaquil tuvo una efímera participación, debido a la escasa oferta de títulos valores, una de las principales causas era por el incipiente desarrollo económico e industrial del país. Es entonces necesario crear una estructura orgánica en donde las diferentes instituciones desempeñen el papel de crear seguridad y promuevan la profundización financiera, para esto se crea la Comisión de Valores en 1953, posteriormente la expedición de la Ley de Compañías en 1964 y la ley de la Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional en el mismo año (SCVS, 2008:1).

En 1969 la Comisión Legislativa Permanente facultó el establecimiento de las bolsas de valores, como compañías anónimas, en las ciudades de Quito y Guayaquil, regidas bajo el control de la Superintendencia de Compañías, la ley promulgada fue la No. 111, Registro oficial No. 144 de 26 de marzo de 1969, esta tuvo efectos limitados tanto en el orden legal como en el acceso para la participación en los mercados de valores, ambas bolsas de valores iniciaron sus operaciones en 1970 y es así como se constituyó el mercado bursátil en el Ecuador (SCVS, 2008:1).

El mercado de valores ecuatoriano actualmente está formado por dos bolsas de valores, por un lado, la bolsa de valores de Guayaquil, la cual fue la primera en ser fundada el 30 de mayo de 1969 bajo la presidencia de Velasco Ibarra, por decreto ejecutivo bajo la forma legal de sociedad anónima de derecho privada, su creación fue lograda por la iniciativa de la Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional. Por otro lado, se encuentra la bolsa de valores de Quito la cual el 26 de marzo de

1969 bajo la ley No. 111, faculta el establecimiento de bolsas de valores como compañías anónimas permitiéndoles a la Comisión de valores – Corporación financiera Nacional fundar la Bolsa de valores de Quito C.A. (SCVS, 2008:2).

Pero el proceso de una estructura legal que permita el desarrollo del mercado bursátil en el país tiene momentos claves, que permitieron la constitución de una normativa adaptada a las condiciones económicas del Ecuador, para 1981 el Gobierno delegó a la Superintendencia de Compañía la ejecución del “Programa Integral para el desarrollo del mercado de valores”, bajo este programa se realizó el Seminario de Experiencias Latinoamericanas, el cual llevaría a estructurar el marco jurídico nacional que permite la mayor participación de agentes. En mayo 28 de 1993 se expide la primera Ley de Mercado de Valores, esta responde al objetivo del Programa, creando una estructura orgánico – funcional, cambiando a las Bolsas de Valores de compañías anónimas en Corporaciones Civiles sin fines de Lucro (SCVS, 2008:2).

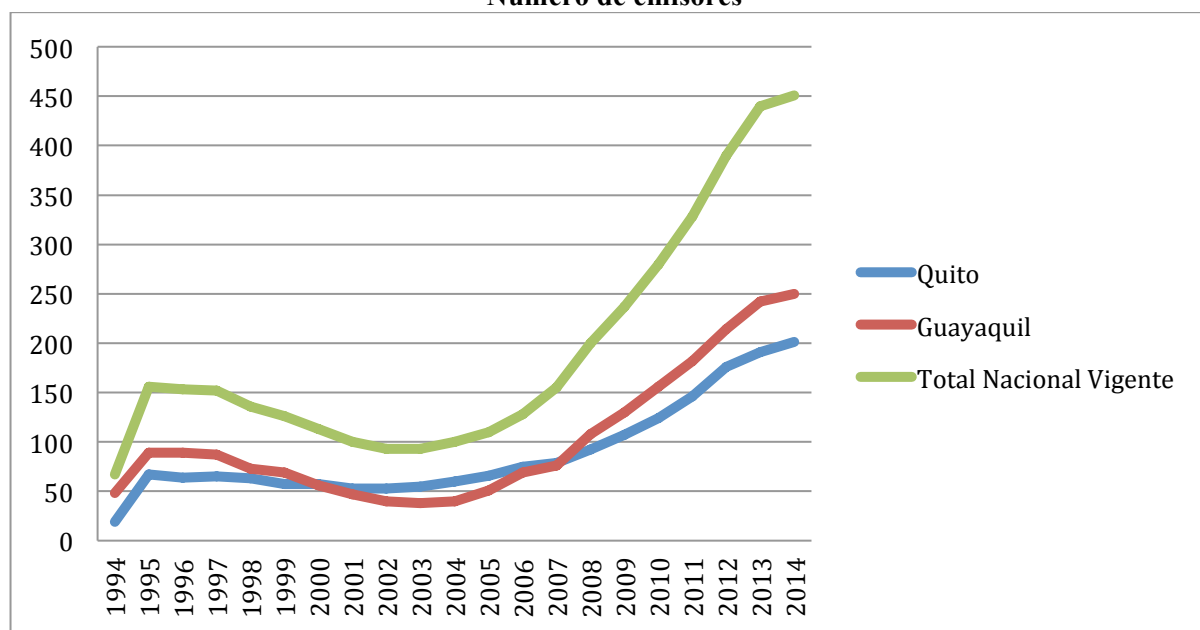
Para el 2003 existe un nuevo pensamiento en la forma de organizar el mercado de valores, estaba basado en una actitud pro – mercado, esto se evidenció en el cambio en la estructura de las Intendencias reguladoras, el objetivo según la “Superintendencia de Compañías” de este nuevo enfoque era (SCVS, 2008:5);

- Promover el desarrollo del mercado de valores
- Estructurar un nexo permanente de trabajo en equipo entre los partícipes del mercado
- Alinear al mercado con las tendencias internacionales
- Incrementar la efectividad en el control preventivo
- Unificar políticas, prácticas y procedimientos a nivel nacional
- Propiciar en los funcionarios el conocimiento integral del ámbito del mercado de valores

Este nuevo enfoque surgió en el 2003 bajo una situación crítica del mercado de valores en esa época. Desde 1997 comienza un decrecimiento en el número de inscripciones bastante significativo pasa en 1995 de 221 inscripciones a 95 en el 2002 es decir un decrecimiento del 57%. Se registra para el 2002 un monto total autorizado de oferta pública de USD 70 millones de dólares para el 2003 esta cifra mejora registrando un crecimiento del 74%, esto se debe a la pérdida de confianza en el sistema financiero por parte de los participantes del mercado de valores, es por eso la necesidad de cambiar de enfoque y buscar estándares internacionales que nos permitan mejorar la participación de los agentes en el mercado bursátil.

El Ecuador ha tenido un incipiente desarrollo del mercado de valores, son hechos históricos como la crisis financiera vivida en 1999, la inestabilidad política y económica que han contribuido a una pérdida de confianza de los participantes. Para evidenciar lo mencionado, observaremos la evolución de los participantes en el mercado de valores, para esto partiremos con la evolución del número de emisores.

Gráfico No 7
Número de emisores

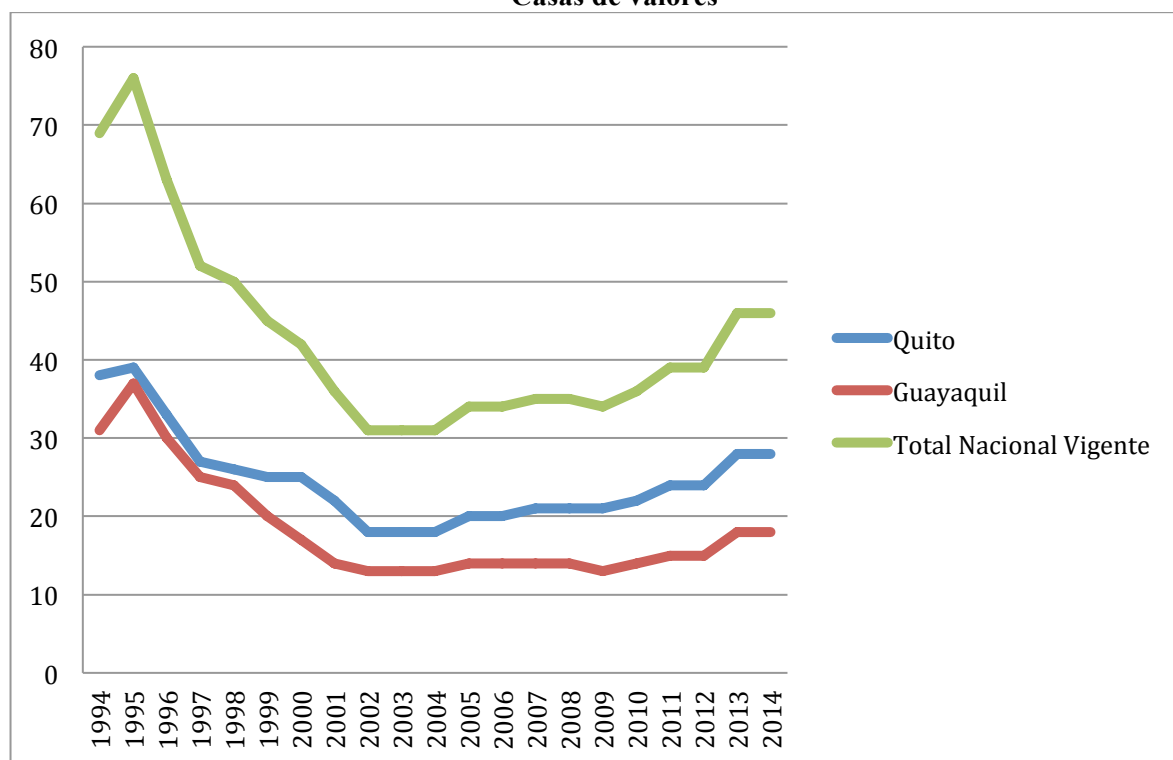


Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

Como se puede evidenciar en el gráfico No 7 existe un gran crecimiento en el número de emisores desde 1995 es así como pasa de 67 en 1994 a 156 al siguiente año, pero como se mencionó anteriormente la crisis financiera, ocasionó que este impulso comience a caer a partir de 1997, es así como alcanza su cifra más baja en el 2002 y 2003 con un número de emisores de 93, que en comparación con el año 2001 tuvo un decrecimiento del 7%, por otro lado si observamos la evolución en los últimos tres años tenemos que, para el 2012 el número de emisores tuvo un crecimiento en comparación con el año anterior de 18,90%, es importante evidenciar que a partir del 2008 es Guayaquil quien tienen el mayor número de emisores terminando en el 2014 con 250, en comparación con Quito con 201 emisores, el gráfico No 7 nos demuestra que cada vez más el mercado de valores es utilizado como una herramienta de financiamiento, pero es importante establecer mecanismos de información y condiciones favorables que permita el acceso a un número mayor de participantes y se involucren en las diferentes alternativas de financiamiento que ofrece el mercado de capitales.

Las casas de valores, son uno de los participantes que realiza la parte de intermediación entre los inversionistas y los emisores, en el siguiente gráfico No 8, observaremos la evolución que ha tenido en el mercado de valores del país.

Gráfico No 8
Casas de valores



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: André Mejía

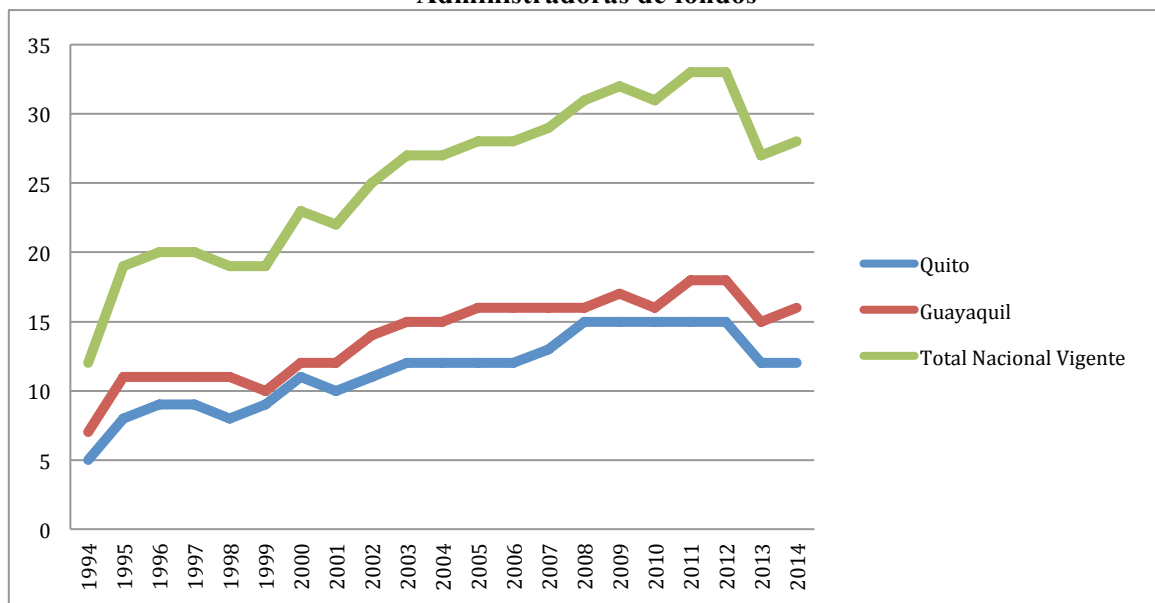
Como se puede observar el mercado de valores empezó con 69 casas de valores para terminar en el 2014 con 46 con un aumento del 17,95% en comparación con el 2012, es decir este tipo de participantes, durante el periodo analizado que abarca 19 años ha tenido un decrecimiento del 50%. Según la Superintendencia de Compañías en su memoria de 1994 a 2000, menciona que la ley de 1993 generó grandes expectativas, provocando un aumento excesivo de casas de valores, superando la capacidad en ese momento del mercado de valores, a esto hay que adicionar la fuerte crisis financiera vivida en el 2000, reduciendo aún más su participación en el mercado bursátil. La participación de este tipo de instituciones es primordial para un mercado primario y dinamiza el mercado secundario. Dentro del Art. 56 de la Ley de Mercado de Valores, establece que las casas de valores son compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías y realizan la intermediación de instrumentos financieros. Entre las funciones de las casas de valores se encuentran; la administración de portafolios de inversión o efectivo de terceros, esto complementado con, brindar información y asesoría pertinente a los personas jurídicas o naturales así también a los inversionistas institucionales, otra de las operaciones de las casas de valores son los contratos underwriting, con la finalidad de otorgar de manera más rápida los fondos que necesite el emisor, y garantizando su colocación en el mercado de valores.

Es importante mencionar que una de las obligaciones de las casas de valores es, determinar el perfil de riesgo de los inversores, la finalidad es brindar la seguridad a los participantes en el manejo de sus fondos otorgados al intermediario, también garantizar el cumplimiento de sus necesidades. Una de las obligaciones de este tipo de instituciones, es responder a sus comitentes por las ventas realizadas. Las casas de valores tienen un importante papel para el desarrollo del mercado bursátil, el cumplimiento

de sus funciones y la regulación por parte de la Superintendencia de Compañías en conjunto con la Junta de Regulación del Mercado de Valores, es necesario para que tanto emisores como inversionistas vean en el mercado de capitales una herramienta para obtener recursos y ganancias (LMV, 27: 2006).

Para observar la evolución de los agentes que actúan en el mercado secundario, empezaremos con las administradoras de fondos.

Gráfico No 9
Administradoras de fondos



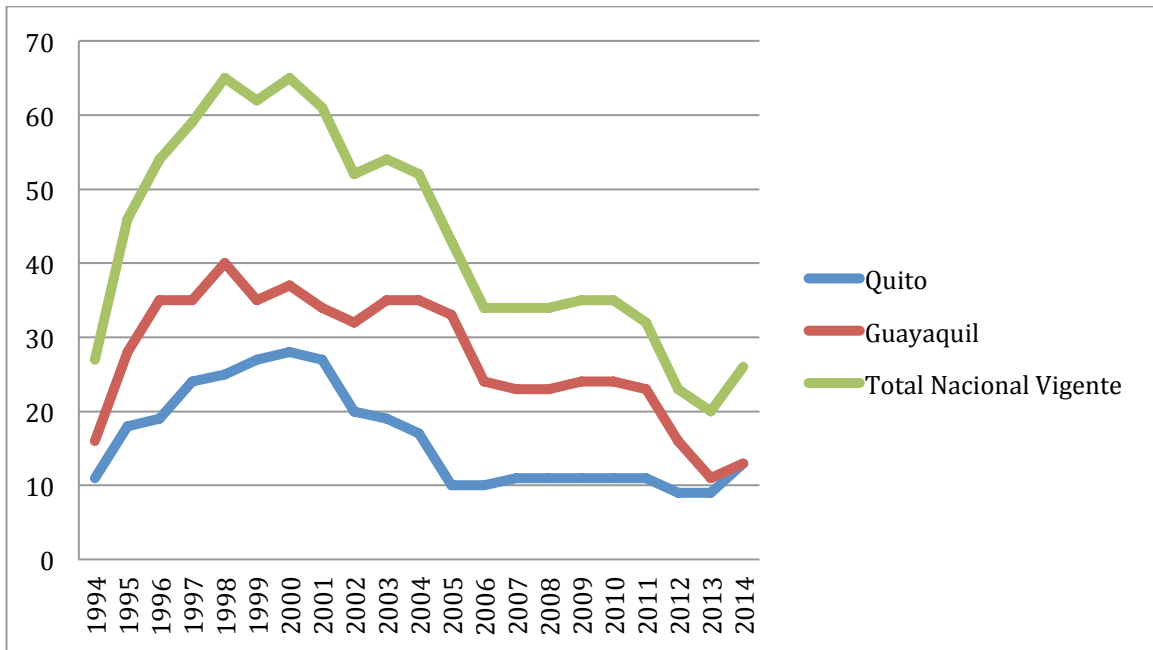
Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar las administradoras de fondos han tenido una tendencia creciente, es así como para el 2012, el número haciende a 33 a nivel nacional, es importante también observar que en 1994 inició con apenas 12 administradoras de fondos, en la actualidad, es más del doble, llegando en el 2014 a terminar con 28 instituciones, pero con un decrecimiento en comparación al 2012 del 15%. Este tipo de participantes garantizan que exista demanda de títulos valores, y por ende una mayor confianza dentro de los inversores.

Otro de los participantes en el mercado secundario son los fondos de inversiones, son entes creados con el propósito de manejar fondos e invertirlos acorde al riesgo asumido por la entidad, es decir la colocación de los fondos puede ser en activos de alto o bajo riesgo dependiendo de las políticas del fondo de inversiones (LMV, 2014:37).

Gráfico No 10
Fondos de inversión



Fuente: Superintendencia de compañías
Elaborado por: André Mejía

El mercado de valores inició en 1994 con 27 fondos de inversión, alcanzado su punto máximo en 1998 con 65, es a partir del 2000, fecha en la cual comienza a disminuir el número de este tipo de participantes hasta llegar en el 2014 apenas a 26, un decrecimiento del 18,75%, este tipo de instituciones al igual que las administradoras de fondos son un importante participante en cuanto a la demanda de títulos valores, debido a su capacidad de invertir grandes montos, ya que su patrimonio lo constituyen varios inversionistas, promoviendo la liquidez del mercado.

Una vez visto los participantes en el mercado de valores ecuatoriano, es momento de observar cuales son las reglas de juego en el cual se desenvuelven. Para esto partiremos con la definición de mercado de valores establecida por la Ley de Mercado de Valores del 20 de mayo del 2014, “El mercado de valores utiliza los mecanismos previstos bajo esta ley para canalizar los recursos financieros hacia las actividades productivas, a través de la negociación de valores en los segmentos bursátil y extrabursátil”.

Se expidió por primera vez la ley de Mercado de Valores publicada en el Registro oficial No.199 el 28 de mayo de 1993, la normativa responde al esfuerzo de varios proyectos realizados desde el año 1984, dentro de la misma se promulgaron las funciones del Consejo Nacional de Valores (CNV), así también de la Superintendencia de Compañías, es importante mencionar que en esta ley aparece por primera vez la figura de depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, la finalidad es brindar seguridad a los inversionistas, referente al pago de sus activos financieros. Adicional se crea el Registro del Mercado de Valores, entidad bajo la cual los emisores deben presentar requisitos informativos y obtener una autorización para cotizar en bolsa (SCVS, 2003:27).

Posterior a ley promulgada en 1993, se realizaron diversos cambios, constituyendo así la Ley de Mercado Valores publicada en el registro Oficial No. 367 el 23 de julio de 1998, según la Superintendencia de Compañías en su memoria de 1998 a 2000, dio impulso a figuras jurídicas, como negocios fiduciarios, nuevos mecanismo como la titularización, por medio de la emisión de valores de deuda con la garantía de un patrimonio autónomo y normativa respecto a las inversiones del sector público en el Mercado de Valores.

Según la ley del mercado de valores 2014, el mercado de capitales está conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, en las bolsas de valores y en el registro Especial Bursátil (REB), realizadas por intermediarios autorizados, de acuerdo a lo definido por la ley que rige actualmente. Para el caso del mercado extrabursátil según el Art.3 de la presente ley, es el mercado primario, generado por medio de la interacción entre el inversor y la institución financiera sin la participación de un intermediario de valores, con valores genéricos o de giro ordinario de su negocio, emitidos por instituciones financieras, inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores.

La definición del mercado de valores responde a una de las principales funciones, la cual es ser una herramienta de financiamiento para el sector productivo. Dentro de todo mercado existen instituciones con diferentes funciones, en el caso ecuatoriano el Consejo Nacional de Valores (CNV) reemplazado bajo la Ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil por la Junta de Regulación del Mercado de Valores, fue creado con el objetivo de ser un órgano rector del Mercado de Valores, adscrito a la Superintendencia de Compañías y Valores, su función es establecer la política general de este mercado, y regular su funcionamiento, adicional impulsar su desarrollo mediante la definición de políticas de fomento y orientación a la apertura de capitales de las empresas, en cuanto a lo regulatorio también tiene la atribución de establecer normas para la administración y gradación de sanciones. Adicional a las funciones mencionadas la Junta de Regulación del Mercado de Valores deberá establecer el proceso de oferta pública de valores, por medio de los requisitos mínimos que deberían tener los valores para su salida al mercado, así también como la información que debe ser difundida, revelando la situación financiera de los emisores y también resolver en última instancia el proceso administrativo de los recursos que fueron colocados por los participantes del mercado (LMV, 2014:6).

La Junta de Regulación del Mercado de Valores¹ se encarga de regular la creación y funcionamiento de las casas de valores, bolsas de valores, el sistema único bursátil SIUB, los depósitos de compensación y liquidación de valores y las administradoras de fondos y fideicomisos. La seguridad del inversor es necesaria para poder dinamizar la demanda de títulos valores, es por eso que la entidad mencionada juega un papel fundamental en la regulación de los procesos y requisitos para la certificación, inscripción y homologación de los operadores de valores (LMV;2014:6). Bajo el Art. 5 de La Junta de Regulación del Mercado de Valores, es un organismo de derecho público perteneciente a la función ejecutiva, la junta está integrada por tres miembros; el ministro de Política Económica, el ministro de la Política y Producción y un delegado del Presidente de la República (LMV, 2014:3).

¹ Ley de Mercado de Valores: DECIMA NOVENA.- Sustitución de denominaciones.- Sustitúyase en todas las normas vigentes la denominación Consejo Nacional de Valores o C.N.V. por Junta de Regulación del Mercado de Valores o JUNTA DE REGULACION DEL MERCADO DE VALORES, sin que se modifique su naturaleza ni funciones

Siguiendo con la estructura institucional del mercado de valores, la Superintendencia de Compañías según el Art. 10 de la Ley de Mercado de Valores 2014, es el organismo que ejercerá las funciones de vigilancia, auditoría, intervención y control del mercado de valores. Dentro de las atribuciones asignadas se encuentran; la de ejecutar la política general del mercado de valores dictada por la Junta de Regulación del Mercado de Valores, inspeccionar en cualquier momento a las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el mercado de valores, con la posibilidad de acceder a los medios necesarios para su verificación, autorizar, previo cumplimiento de los requisitos establecidos la realización de una oferta pública, también el funcionamiento en el mercado de bursátil de las bolsas de valores, casas de valores, compañías calificadoras de riesgo, depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, organizar y mantener el Registro del Mercado de Valores, entre las atribuciones más importantes.

Como se puede observar la Junta de Regulación del Mercado de Valores, es quién dirige las políticas a favor del desarrollo del mercado de capitales, los ejecutores de las políticas establecidas son; la Superintendencia de Compañías Valores y todos los participantes de mercado, tanto intermediarios como inversionistas. Uno de los grandes intermediarios son las bolsas de valores, como se mencionó anteriormente existen dos en el país, la de Guayaquil y Quito. Según el Art. 44 de la ley de mercado de valores 2014, las bolsas de valores son sociedades anónimas, cuyo objeto social es brindar los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores, dentro de sus competencias están; las de regular y supervisar, en el ámbito de su competencia las operaciones de los participantes, proporcionar a los intermediarios de valores la infraestructura física y tecnológica, permitiéndoles realizar sus transacciones de manera fácil y transparente. Adicional las bolsas de valores deben proporcionar información sobre las cotizaciones de los valores de los intermediarios y de las operaciones efectuadas, así también de hechos relevantes de los emisores e información respecto a precios, tasas, rendimientos, montos y volúmenes, y la información que la Superintendencia de Compañías considere necesaria.

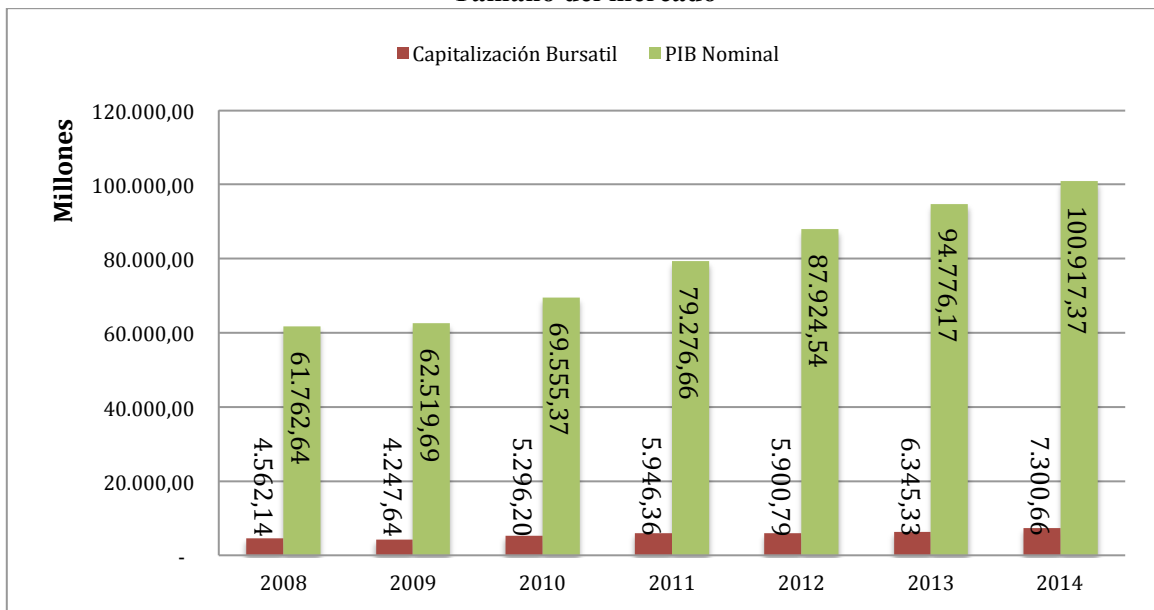
Situación económica del mercado de valores

a) Tamaño del mercado de valores

Un análisis económico nos dará una visión de cuáles son los problemas que actualmente afronta el mercado de valores ecuatoriano, es así como observar su estructura, el nivel de liquidez, tamaño, permitirán evidenciar los avances o retrocesos que ha tenido en los seis últimos años que comprende el análisis. El entorno económico es importante debido a su impacto en los rendimientos de las empresas y en la toma de decisiones de los inversionistas (Gitman, 2005:186)

Empezaremos el análisis económico del mercado de valores de Ecuador partiendo desde su tamaño. El indicador que cumple este fin, es la relación entre capitalización bursátil y el PIB.

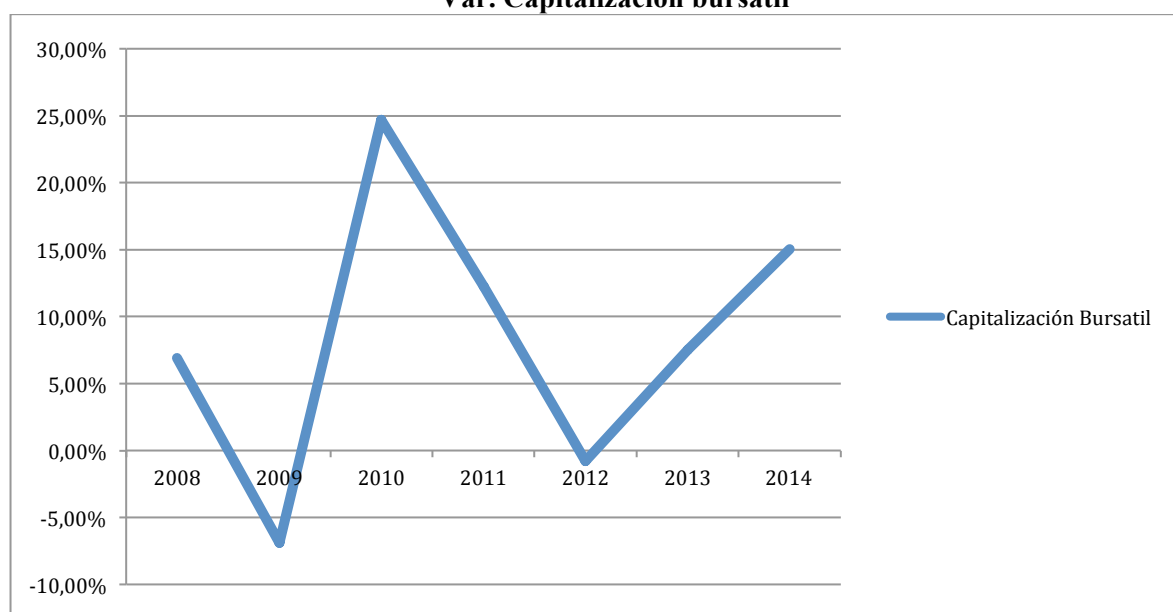
Gráfico No 11
Tamaño del mercado



Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores, Bancos Central del Ecuador
Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar el mercado de valores en Ecuador no posee una gran representación en la economía ecuatoriana, para el 2014 la capitalización bursátil registra un crecimiento del 15,06% respecto al 2013 registrando un monto de USD 7.300,66 millones, con un porcentaje de participación en el PIB del 7,23%, en promedio el crecimiento de la capitalización bursátil desde el 2008 al 2014 fue del 8,40%. En comparación con Colombia, en donde la capitalización bursátil representa el 41% del PIB nominal para el 2014, en el caso de Chile esta capitalización bursátil alcanza el 90% y para Perú alcanza el 60% del PIB nominal, esta comparación nos muestra claramente la baja participación del mercado de valores en la economía del país. El mercado de valores ofrece un potencial clave para el financiamiento de la inversión, el bajo desarrollo del mismo restringe las posibilidades de financiar proyectos de largo plazo (CEPAL, 2010:19). Por otro lado, es importante evidenciar que ha existido un crecimiento sostenido del indicador durante el periodo analizado, para visualizarlo de mejor manera observemos el gráfico No 12.

Gráfico No 12
Var. Capitalización bursátil



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar en la capitalización bursátil tiene una tendencia creciente, esto se debe a múltiples factores, entre los más importantes el crecimiento en el monto transado de títulos valores de renta variable del 261% para 2014 en comparación con el 2013, y el aumento del número de emisores, como se observó en el gráfico No 7 responde claramente a este factor. Se puede observar para el 2010 un crecimiento del 24,69%, una de las razones, es el aumento en el número de acciones en circulación del 3,7%. Dentro de los emisores más representativos del mercado de valores se encuentran; la Corporación Favorita, Holcim Ecuador S.A., Compañía de Cervezas Nacionales S.A., juntos registran un crecimiento promedio para el 2010 del 23% en su capitalización bursátil.

Según Villagómez, M (2015) el crecimiento de la capitalización bursátil para el 2014 se debió a tres grandes movimientos, la venta de Produbanco al Grupo Promerica por USD 130 millones, la venta de Lafarge Ecuador a la cementera Unacem, por USD 517 millones y la venta de Holding Tonicorp al grupo Arca Continental, por USD 335,8 millones. A pesar de estos casos mencionados, el mercado de valores sigue teniendo un tamaño reducido en la economía ecuatoriana.

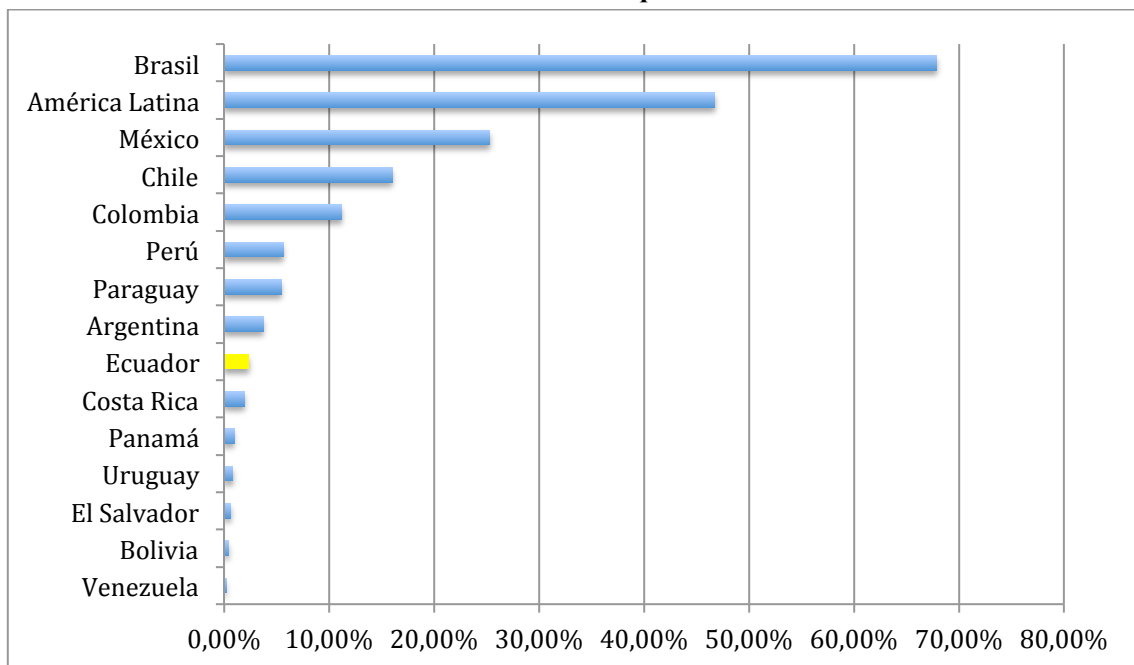
b) Liquidez

La liquidez de un mercado de valores, es esencial para su crecimiento, el poder materializar los títulos valores a un bajo costo de transacción y a un tiempo corto atraerá los fondos de los inversionistas, la razón se debe a que tendrán mayor seguridad de que las inversiones realizadas podrán recuperarlas en el tiempo en que estimen correcto. Uno de los artículos realizados por Levine y Zervos en 1998, estudian las diferentes mediciones del comportamiento del mercado de acciones como predictores del desarrollo económico, analizan el tamaño (capitalización del mercado como porcentaje del PIB), el valor de comercialización (valor comercializado como porcentaje del PIB), y el coeficiente de transacciones (valor comercializado como porcentaje de la capitalización de mercado), también

aplican varias medidas de crecimiento, PIB, stock de capital y la productividad, para determinar si los mercados accionarios y los bancos son sustitutos o complementos. Los autores llegan a la conclusión de que tanto los mercados de acciones como los bancos son determinantes independientes del crecimiento económico, pero el factor significativo para el mercado accionario es la liquidez, no el tamaño (Stallings, 2006:158).

Para contemplar la situación del mercado de valores de Ecuador utilizaremos el indicador de liquidez establecido por el Banco Mundial, el cual se calcula bajo la relación del valor total de las acciones negociadas durante el período y la capitalización promedio en el mercado. Este último se calcula como el promedio de los valores al cierre del ejercicio actual. En el siguiente gráfico No 13 podremos observar la evolución de este indicador en el Ecuador en comparación con otros países de la región.

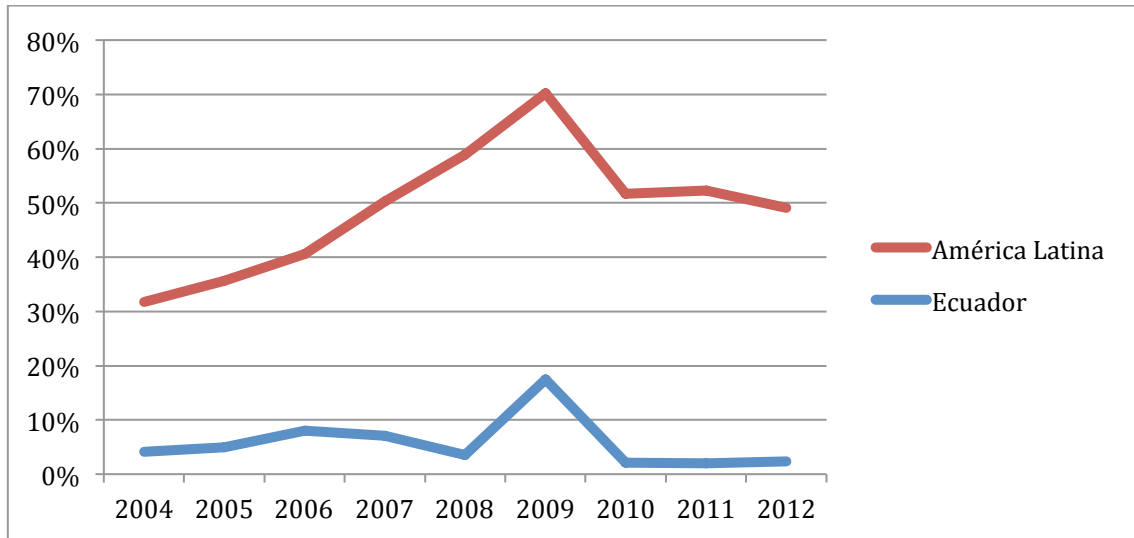
Gráfico No 13
Indicador de Liquidez



Fuente: Banco Mundial
Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar en el gráfico No 13 Ecuador para el 2012, tiene un indicador de liquidez de 2,34%, es uno de los porcentajes más bajos de la región, en comparación con países vecinos, como Colombia cuyo porcentaje asciende a 11,21%, o como Perú país que posee un indicador de 5,47%. Según Escudero (2003:54), la liquidez permite a los inversores la posibilidad de entrar y salir del mercado cuando lo estimen oportuno, de manera rápida y sin tener costos adicionales en el valor esperado a recibir, por lo que será más atractivo tanto para los inversores como para las compañías que deseen utilizar al mercado de valores como fuente de financiamiento.

Gráfico No 14
Evolución Indicador de Liquidez



Fuente: Banco Mundial
Elaborado por: André Mejía

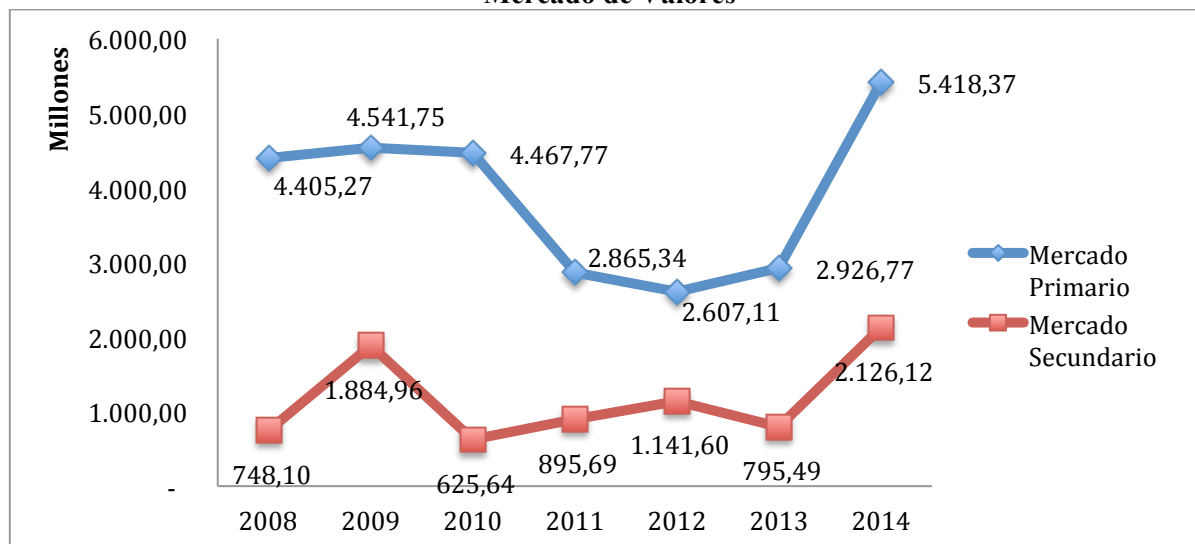
Según los datos obtenidos por el Banco Mundial el indicador de liquidez de Ecuador sigue la misma tendencia que la región, para el periodo analizado en el gráfico No 14, el 2009 para Ecuador alcanza su punto más alto según el indicador analizado, con un porcentaje de 17,50%, al igual que América Latina con un porcentaje de 52,69%. Una de las principales razones fue el grado de incertidumbre en las economías desarrolladas, debido a la crisis financiera del 2008, a esto hay que sumarle la volatilidad de los precios de las materias primas durante el año 2009, pasando de un precio promedio de USD 40 por barril de petróleo en enero a USD 80 por barril para diciembre en el año mencionado (FMI, 2010:31).

Por otro lado el indicador comienza a decrecer hasta terminar en el 2012 para el caso de Ecuador en 2,34%, para los países de la región sigue la misma trayectoria alcanzando el 46,73%, en ambos casos la disminución es considerable, esto nos muestra que en la región existe una disminución de las negociaciones en el mercado de capitales para el 2012, esto impide su desarrollo, ya que al bajar la liquidez pierde el atractivo por parte de inversores nacionales así como extranjeros, al aumentar el riesgo de no poder obtener de forma inmediata el capital invertido, esto acarrea más efectos como la pérdida de dinamismo del mercado accionario, resultando más difícil para las compañías obtener financiamiento a través del mercado de valores, también existe la posibilidad de que el precio de las acciones negociadas comiencen a disminuir al momento de querer obtener el valor en efectivo del activo financiero.

La liquidez del mercado de valores no solamente se lo puede visualizar por este indicador, las negociaciones realizadas en el mercado secundario, nos brinda una visión del movimiento de los títulos valores, como se mencionó en el marco teórico el mercado secundario es aquel donde se compran y venden valores existentes, estas operaciones no aportan fondos adicionales para financiar inversiones de capital, la existencia de un mercado secundario fomenta la compra de valores nuevos por parte de personas e instituciones, por lo tanto fomenta la eficiencia del mercado primario (Van

Horne, 2002:24). La eficiencia de un mercado se visualiza por medio del precio de un activo este debe reflejar plenamente la información pública disponible acerca de los fundamentos económicos futuros que afectan el valor del activo (Bodie, 2003:206).

Gráfico No 15
Mercado de Valores



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

Bajo los datos obtenidos de la Superintendencia de Compañías, el mercado primario tiene un mayor crecimiento que el mercado secundario, del total de valores negociados el mercado primario abarca en promedio desde el 2008 al 2014 el 77,15%, mientras que el mercado secundario el encargado de generar la eficiencia y liquidez abarca apenas el 22,85%, es decir que en el Ecuador el nivel de negociaciones de títulos valores es escaso, debido a que en su mayor parte las negociaciones son valores de renta fija, ocasionando que el volumen de transacciones sea escaso, a esto hay que aumentarle que gran parte de este tipo de títulos son emitidos por el sector público.

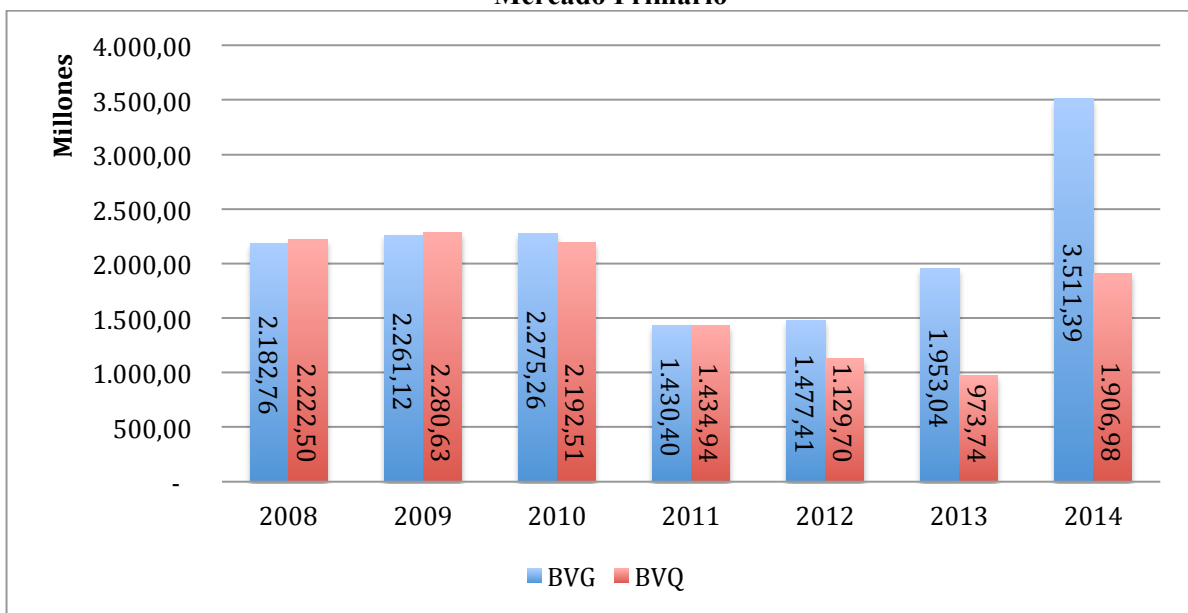
Tanto el mercado primario como el secundario han presentado un incremento en el volumen de transacciones, para el segmento del mercado en el cual los activos financieros han sido negociados por primera vez, sus títulos valores más representativos para el 2014 son los certificados de depósitos, inversión y tesorería, juntos representan el 65,82% del total de valores negociados en el mercado primario, obteniendo un monto de USD 3.809 millones, estos registran un crecimiento del 393%, 49% y 281% respectivamente con relación al año 2013, en consecuencia el mercado primario obtuvo un crecimiento para el 2014 del 115,81% en comparación al 2013 registrando un monto de USD 5.418,37 millones.

El mercado secundario registra un crecimiento para el 2014 del 167% respecto al 2013, obteniendo un monto de USD 2.126,12 millones, esto se debe a un significativo aumento en el volumen de acciones negociadas, este tipo de valor representa en el mercado secundario el 56% de su total de transacciones y registra un crecimiento en el 2014 del 825% en relación con el anterior año, le sigue entre los valores representativos los Bonos del estado con una participación del 10% y un crecimiento para el año en mención del 197% en comparación con el 2013. A pesar del incremento en el total de

transacciones realizadas, el mercado cuyo objetivo es generar liquidez para los inversores presenta una baja participación, con el 28% en el total del volumen de valores negociados, lo cual hace del mercado de capitales más riesgoso para el inversor por la posibilidad de disminuir su utilidad esperada al momento de materializar el capital invertido.

A pesar de ser un mercado de valores pequeño el de Ecuador, este se encuentra dividido en dos bolsas de valores, por esta razón resulta importante poder visualizar las condiciones en las que se encuentran ambos mercados tanto en la oferta representada por el mercado primario como en la demanda representada por el mercado secundario. Para empezar, se observará el mercado primario el cual nos permitirá determinar el tamaño de cada una de las bolsas.

Gráfico No 16
Mercado Primario



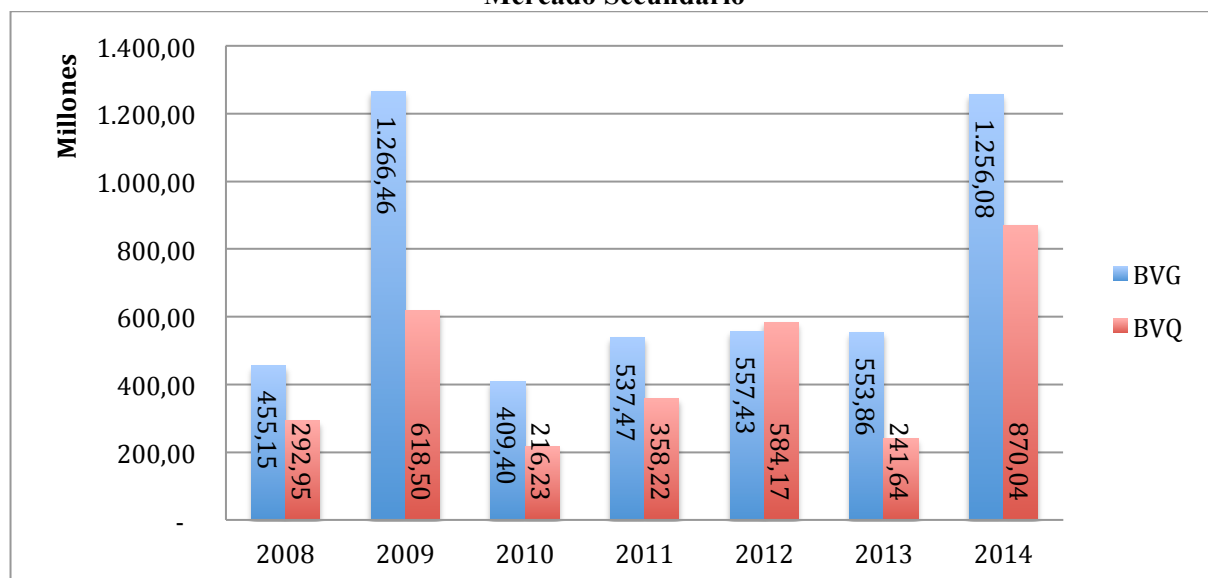
Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar ambas bolsas de valores presentan similares montos negociados en el mercado primario, es a partir del 2012 en donde la bolsa de valores de Guayaquil (BVG) comienza a liderar con un porcentaje del 56,67% del total de títulos valores negociado en el mercado primario, para el 2014 este alcanza el 64,81% obteniendo un monto de USD 3.511,39 millones, a diferencia de la bolsa de valores de Quito (BVQ), para el 2013 y 2014 este abarca el 33,27% y 35,19% respectivamente, terminando con un monto para el 2014 de USD 1.906,98. Si observamos el nivel de crecimiento de ambas bolsas de valores podemos determinar, que la BVQ ha tenido un crecimiento durante el periodo del 2008 al 2014 del 13,18%, por otro lado para el mismo periodo analizado la BVG tiene un crecimiento del 20,46%. Como se puede observar para el 2014 existe uno de los mayores crecimientos en este segmento, se debe principalmente a un aumento en el monto de autorizaciones de oferta pública para el año mencionado del 25,70% con un monto de USD 1.554 millones, del cual el 51% del total de autorizaciones fueron realizadas en Guayaquil registrando un crecimiento en el 2014 para esta bolsa de valores del 79,79% en comparación con el 2013, el mismo

comportamiento ocurre con la BVQ la cual registra un crecimiento del 95,84% con un monto de USD 1.906 millones para el 2014, el más alto durante el periodo analizado.

Para el análisis de la liquidez de ambas bolsas se realizará a través del mercado secundario, el siguiente gráfico No 17 nos mostrará su evolución.

Gráfico No 17
Mercado Secundario



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: André Mejía

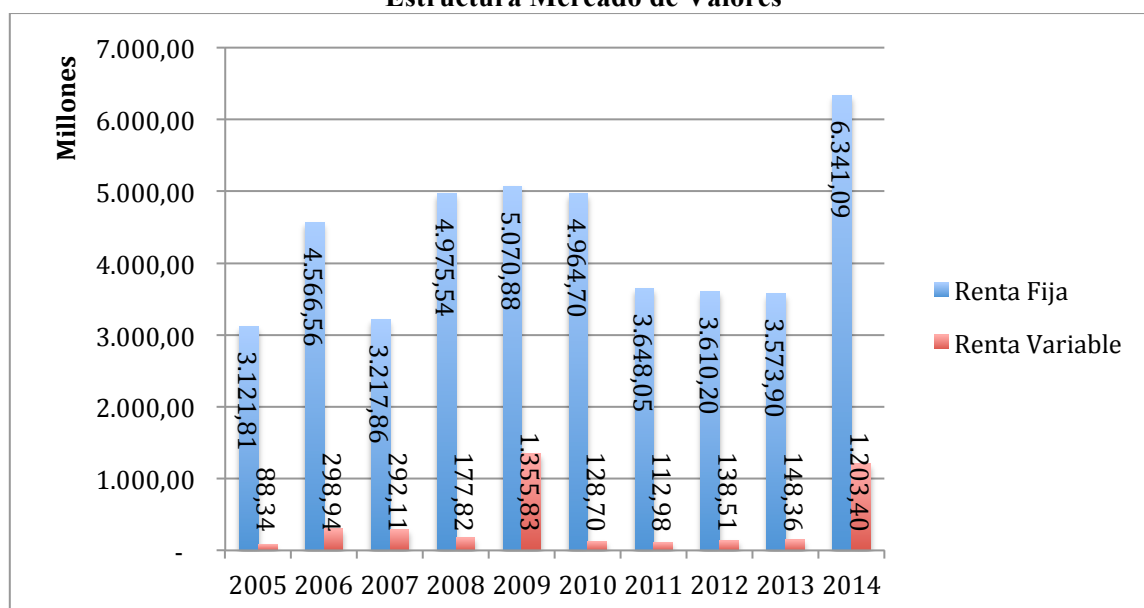
El gráfico No 17 muestra un mayor dinamismo en la bolsa de valores de Guayaquil (BVG), teniendo el punto más alto de montos negociados en el mercado secundario en el 2009 con un valor de USD 1.266 millones, cabe mencionar que dentro de los títulos valores más negociados en el 2009 el 71,67% de participación en el mercado secundario fueron las acciones, para el 2014 sigue liderando en montos negociados en el mercado secundario la BVG, con un monto de USD 1.256 millones y registrando un crecimiento de 127% en comparación con el 2013. El crecimiento de este mercado se debe a un aumento significativo del 825% en el volumen de negociaciones de acciones, este título valor para el 2014 represento el 56% del total del volumen negociado en el mercado mencionado.

El mercado secundario, es el segmento en donde los inversionistas pueden materializar sus títulos valores, dada esta función resulta importante su papel en el mercado de valores, al poder disminuir la incertidumbre al momento de rentabilizar el capital invertido. En el Ecuador el mercado secundario es bastante reducido, apenas representa para el 2014 el 28% del total de negociaciones realizadas en el mercado bursátil, en comparación con el 72% que abarca el mercado primario para el mismo año.

Estructura mercado de valores

La bolsa de valores de Ecuador no presenta únicamente títulos valores de renta variable como las acciones, al contrario, en ellas se negocian todos los tipos de títulos valores existentes en el país, es por eso necesario analizar qué tipo de instrumentos financieros son los más utilizados para el financiamiento de las entidades emisoras.

Gráfico No 18
Estructura Mercado de Valores



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: André Mejía

Es claro observar que la mayor parte de las transacciones en el mercado de valores de Ecuador son de títulos de renta fija. En promedio durante el periodo analizado, los títulos de renta fija representan el 92,33%, del total de transacciones realizadas, únicamente el 7,09% restante son negociaciones de títulos valores de renta variable, es importante mencionar que en el periodo 2009, existe una variación en el comportamiento de la estructura del mercado de valores, registrando un aumento significativo en las negociaciones de títulos valores de renta variable, para el año mencionado, las negociaciones de este tipo de activos financieros representan el 21,10% obteniendo un monto de USD 1.355,83. Para el 2014, las negociaciones de títulos de renta variable alcanzan el 15,95% de total de las transacciones del mercado de valores un significativo crecimiento del 711% en comparación con el 2013 y con un monto de USD 1.203,40, esto se debe a un aumento significativo en la emisión de acciones como lo mencionamos en el análisis del mercado secundario y primario.

Para el caso de títulos de renta fija este llega al 84,05% del total de transacciones realizadas en el mercado de valores para el 2014 con un monto de USD 6.341,09, registrando un crecimiento del 77% en comparación al 2013, dentro de los títulos de renta fija los más negociados durante el 2014 se encuentran; para el caso del sector público, los certificados de inversión abarcando el 17,23% del total de negociaciones con un monto de USD 1.337 millones, y los certificados de tesorería con el 21,99%

de participación en los valores negociados registrando un monto de USD 1.658 millones, por otro lado para el sector financiero los certificados de depósito son los títulos más utilizados obteniendo el 9,50% del total de negociaciones a nivel nacional equivalente a un valor de USD 716 millones, para el caso del sector mercantil son los papeles comerciales quienes lideran en las negociaciones realizadas alcanzado un porcentaje de 6,17% del total de transacciones en el país obteniendo un total de USD 465 millones.

Gráfico No 19
Var. Renta Variable y Var. Renta Fija



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

Durante el 2008 existe un importante crecimiento en las negociaciones realizadas de títulos valores de renta fija, esto se debe a un aumento en el volumen de transacciones de certificados de depósitos por parte del sector financiero en un 80% en el 2008 en relación con el anterior año, obteniendo un monto

de USD 2.009,77 millones. El sector mercantil en cuanto a títulos de renta fija presenta también un considerable aumento del 135,62% respecto al 2007, con un monto de USD 557,61 millones para el mismo año, la emisión de obligaciones fue uno de los títulos que ayudó a este significativo crecimiento.

Para el caso de los títulos valores de renta variable, en el 2009 existe un significativo crecimiento en el volumen de transacciones, los títulos valores de mayor representación fueron las acciones del sector mercantil con una participación del 20,79% en el total de negociaciones a nivel nacional registrando un monto de USD 1.038,22 millones, presentando un crecimiento del 770% con respecto al 2008. Para el 2014 como se mencionó con anterioridad existe un crecimiento para la renta fija y renta variable del 77% y 177% respectivamente.

Durante el periodo analizado fueron las negociaciones de renta variable quienes han tenido en promedio el mayor crecimiento con un porcentaje del 180%. Para los títulos valores de renta fija en promedio han tenido un crecimiento del 15%, cabe mencionar la alta volatilidad que presenta las acciones, esto se debe, al ser un activo cuya rentabilidad depende de los resultados de la empresa emisora y de variaciones en el precio, hace que las transacciones en este tipo de valores aumenten debido a la sensibilidad frente a fluctuaciones en las condiciones del mercado. Las transacciones en el mercado de renta variable son escasas este comportamiento responde a múltiples factores uno de ellos es según Broner, Lorenzoni y Schmukler (2004:3), el costo de financiamiento a largo plazo debido a la volatilidad macroeconómica, es decir riesgos sistémicos que afectan el valor de los instrumentos financieros, esto sumado a la estructura de gobierno corporativo familiar en el Ecuador y el tiempo de vender los títulos valores emitidos, restringen la colocación de acciones o títulos de renta variable en el mercado de valores.

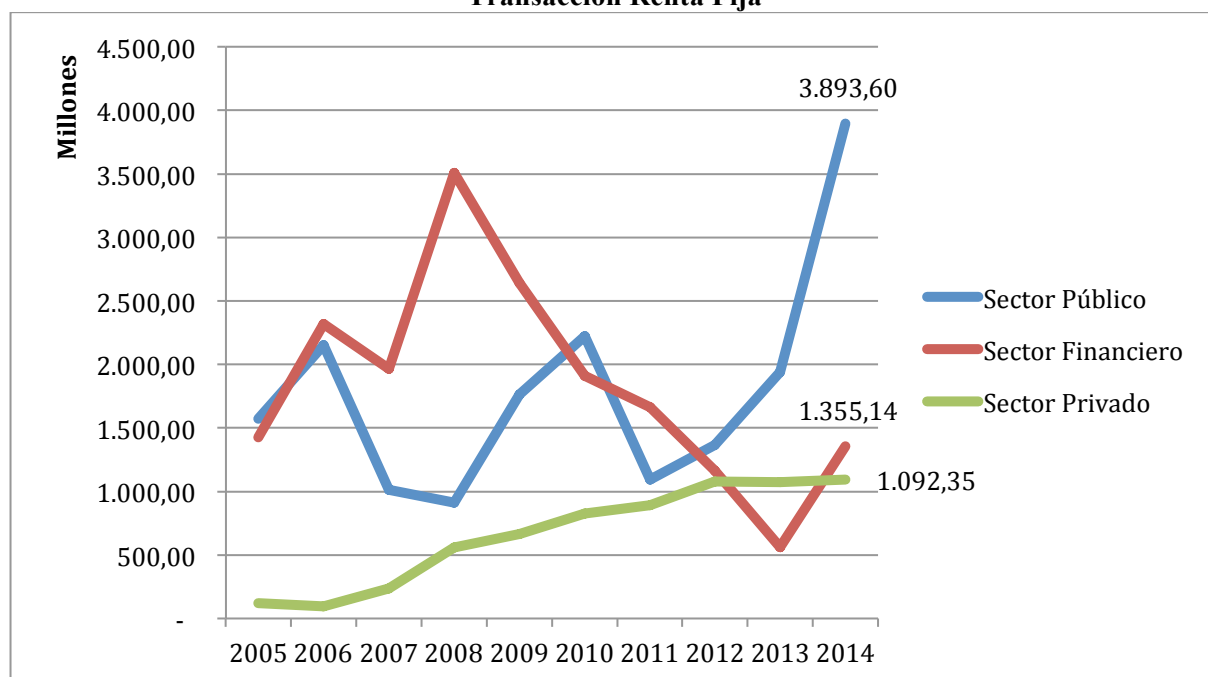
El mercado de valores en la economía ecuatoriana

El mercado valores promete ser una herramienta de gran ayuda para el crecimiento no solo del sector Industrial de las PYMES, también para las diversas actividades económicas, debido a la flexibilidad en las formas de financiamiento, adicional este puede ser una manera de mejorar el prestigio de la firma al cotizar en bolsa, al igual que un mayor profesionalismo en su organización.

a) Participación por sectores del mercado de valores

Con la finalidad de observar el papel económico que ha tenido el mercado de valores, se pretende observar cuales han sido los sectores con mayor participación en dicho mercado. El siguiente gráfico No 20 nos muestra el nivel de participación del sector público, sector financiero y sector privado en las negociaciones de títulos de renta fija.

Gráfico No 20
Transacción Renta Fija



Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaborado por: André Mejía

Para el 2012 el sector público comienza a dominar las transacciones de valores de renta fija con un monto USD 1.367 millones y un crecimiento de 25% con respecto al anterior año, para el 2014 el sector público registra un importante aumento en el nivel de transacciones realizadas, teniendo un crecimiento del 101% en comparación con el 2013, obteniendo un monto de USD 3.893,60 millones. Entre los títulos valores de mayor crecimiento para el año mencionado se encuentran los Bonos del Estado, con un aumento del 52%, se encuentran también los Bonos Global 2015 con un incremento del 156% para el 2014, otro de los importantes títulos utilizados por el sector público son los CETES o certificados de tesorería, estos han tenido un crecimiento del 272% en comparación con el 2013, según el Ministerio de Finanzas para el 2014 existe un incremento en el nivel de deuda interna por parte de Gobierno del 27% en relación con el 2013.

Durante el periodo del 2008 al 2014 en promedio el crecimiento en el nivel de transacciones del sector público ha sido del 32%, es importante mencionar durante el año 2014 la participación del Estado en el total de transacciones de renta fija realizadas en el mercado de valores es del 61% registrando un valor de USD 3.893,60 millones, para el caso del sector financiero es del 21% con un monto de USD 1.512,11 millones, y para el sector mercantil es del 17% equivalente a un valor de USD 2.138,78 millones. Esta situación que vive el mercado de valores es común en la región en donde la deuda gubernamental desplaza al mercado de bonos corporativos, a este tipo de comportamiento se lo denomina “crowding out” (de la Torre, 2007:1).

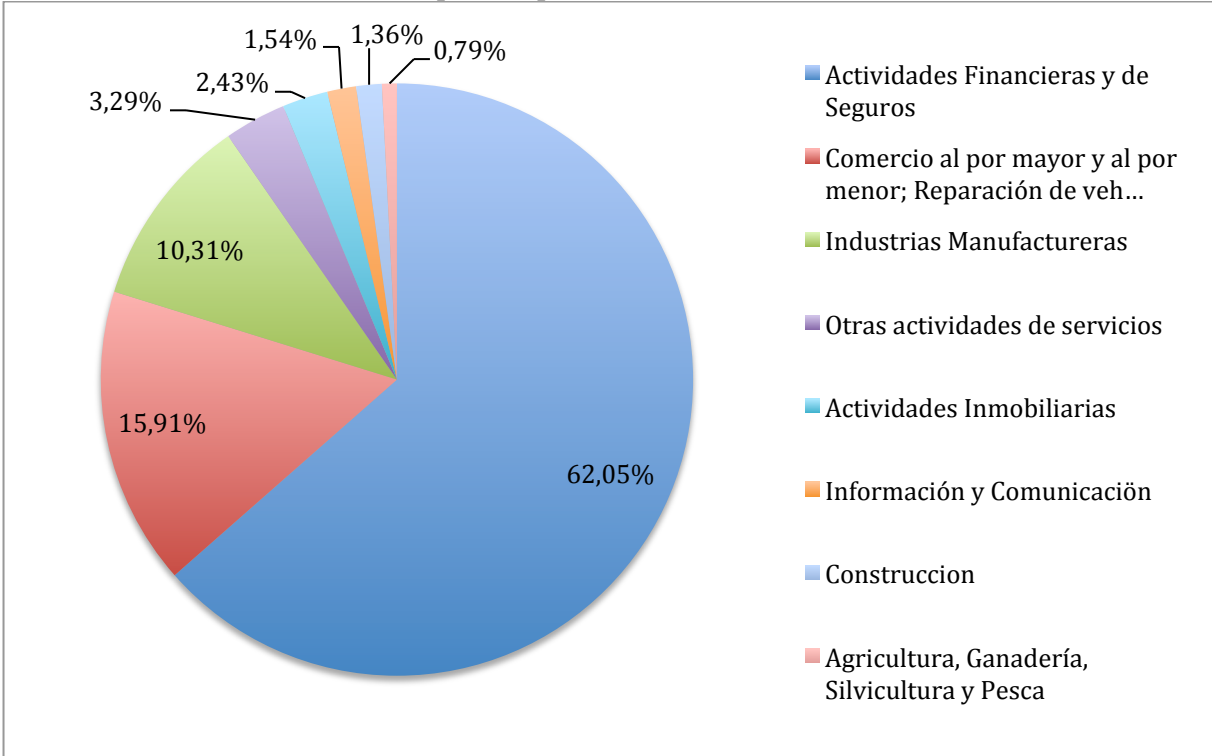
Para el caso del sector financiero presenta un crecimiento para el 2014 del 141% respecto al 2013. Entre los valores más negociados durante el periodo mencionado, se encuentran los certificados de depósitos con un crecimiento del 352% con un monto de USD 716 millones, el mismo

comportamiento presenta los certificados de inversión y certificados financieros con el 157% y 354%, el crecimiento promedio del volumen de transacciones realizado por el sector financiero durante el periodo 2008 - 2014 es del 13%. Para el caso del sector mercantil el crecimiento para el 2014 con relación a las transacciones de títulos valores de renta fija ha sido del 2% en comparación al 2013.

b) Oferta pública por actividad económica

Uno de los graves problemas del mercado de valores ecuatoriano es que no cumple con el objetivo principal, el cual es brindar recursos de mediano y largo plazo de manera directa al sector productivo. Son el sector público y el sector financiero, quienes tienen mayor presencia en el mercado de valores, durante el periodo del 2008 al 2014 presentan una participación en el total de transacciones del 36,9% y 40,4% respectivamente, en el caso del sector mercantil la participación apenas es del 20,4%. En los siguientes gráficos podremos evidenciar los sectores beneficiados por el mercado de valores, para observar las cifras, consultar el anexo A.

Gráfico No 21
Oferta pública por sector económico 2012



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborada por: André Mejía

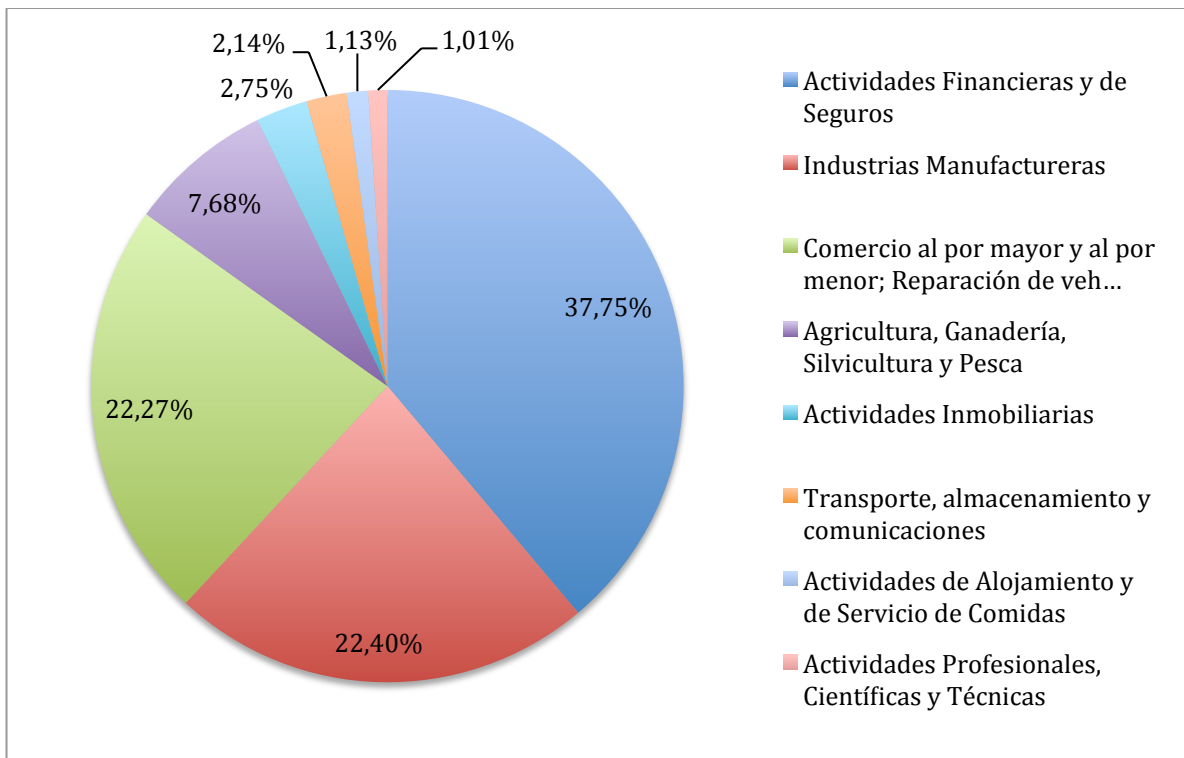
El gráfico No 21, muestra la participación de los 8 sectores más importantes dentro del mercado de valores ecuatoriano, como se puede observar la mayor parte de las autorizaciones de oferta pública proviene del sector financiero alcanzando un porcentaje para el 2012 del 62,5% registrando un monto USD 1.249,085 millones, le sigue el sector del comercio con un porcentaje del 15,91% obteniendo un

valor de USD 320 millones, en tercer lugar se encuentra la industria manufacturera con el 10,31% con un valor de USD 207 millones.

Los títulos más utilizados por el sector financiero para el 2012 se encuentran los certificados de depósito alcanzando un monto de USD 506,59 millones, esto representa el 13,51%, del total del montos negociados a nivel nacional, le sigue los valores de titularización alcanzando un monto de USD 306,77 millones, es importante mencionar que dentro de las instituciones que más utilizan el mercado de valores se encuentra el Banco Pichincha, para el 2012, el monto colocado en obligaciones y papeles comerciales fue de USD 586 millones de dólares, le sigue el Banco Internacional con un monto colocado en el mercado de valores de USD 250 millones. Para el 2013 la participación en el mercado de valores de las instituciones financieras se reduce considerablemente, esto se lo puede evidenciar en el siguiente gráfico No 22.

Gráfico No 22

Oferta pública por sector económico 2013



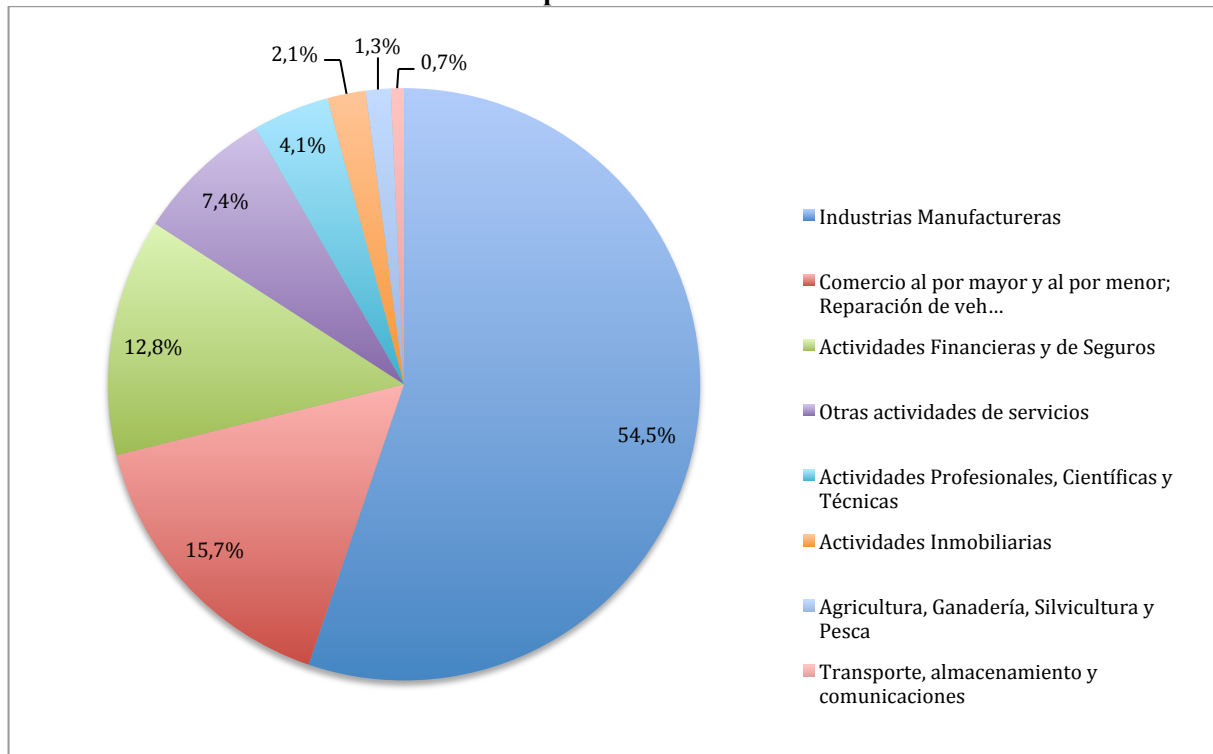
Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborada por: André Mejía

Es clara la disminución de la participación del sector financiero en el mercado de valores, pasa de 62,05% en el 2012 al 37,75% en el 2013, registrando un monto de USD 466 millones, es decir una caída del 39,16%. Existe un aumento en la participación del sector industrial, pasa del 10,31% en el 2012, al 22,27% para el 2013, con un valor de USD 276 millones, un aumento considerable del 116%. Los valores de mayor colocación del sector mercantil en el mercado bursátil fueron las Obligaciones, con un monto de USD 142 millones, dentro de las empresas que emitieron títulos valores se destacan, REYBANPAC REY BANANO DEL PACIFICO C.A. con un monto colocado de USD 35 millones,

representado por Obligaciones y papeles comerciales, otro de los grandes participante en el mercado de valores fue la CORPORACIÓN EL ROSADO S.A. con un monto USD 40 millones en obligaciones, entre las principales empresas.

Gráfico No 23
Oferta Pública por sector económico 2014



Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores
Elaborado por: André Mejía

Es interesante observar como durante los tres últimos años ha cambiado la participación en el monto total de ofertas públicas autorizadas, para el 2014 es el sector de la industria manufacturera el que tienen la mayor participación en el mercado de valores con un porcentaje del 54,5% y registra un monto USD 847 millones, con un crecimiento en comparación con el 2013 del 206%, entre los montos de mayor negociación se encuentran las obligaciones y los papeles comerciales con un monto de USD 137 millones y USD 195 millones respectivamente, los principales oferentes de este tipo de instrumentos financieros del sector mercantil se encuentran Edesa con una emisión de USD 15 millones, la Corporación El Rosado con un monto de USD 25 millones. Respecto a papeles comerciales, existe una importante emisión de USD 90 millones por parte de PRONACA C.A. y de la FABRIL S.A. con un monto de USD 25 millones. Como se puede evidenciar existe un aumento en las autorizaciones de oferta pública del mercado de valores hacia el sector real y más aún, en un sector que genera un mayor impacto en la economía ecuatoriana como el Manufacturero, actividad económica que necesita recursos para proyectos, la mayor parte de ellos a largo plazo y con una menor tasa de interés efectiva anual en comparación con el sistema bancario.

El tamaño del mercado de valores de Ecuador es bastante reducido, a pesar del importante crecimiento del 15,06% obtenido en el 2014 respecto al 2013, que en comparación con otros países de la región como Colombia o Perú con una capitalización bursátil sobre el PIB del 41% y 60% respectivamente,

el mercado de valores ecuatoriano sigue teniendo una baja participación en la economía del país, lo cual impide ampliar las posibilidades de inversión, uno de los principales inconvenientes lo menciona Katuska King el 21 de marzo del 2011 en una mesa de análisis llevada a cabo en la Universidad Simón Bolívar:

“En el país existe muy poca cultura de inversión. Las bolsas han sido un aporte importante en términos de impulso y generación de alternativas para los pequeños inversionistas, pero el mercado de valores es todavía incipiente. Es importante que no sean solo los empresarios los que conozcan el tema del mercado de valores sino cualquier inversionista tradicional que posea recursos.”

Uno de los principales requisitos para atraer recursos de inversionistas es la liquidez del mercado de valores. Si visualizamos el mercado secundario para el 2014 se tiene un crecimiento en comparación con el año anterior del 167%, y un porcentaje de participación en el total de montos negociados, del 28,18%, es un crecimiento considerable e importante para el dinamismo del mercado de valores. El inversionista desea obtener sus ganancias con el menor costo posible, el poder materializar los títulos valores de manera rápida y con bajos costos transaccionales, aumenta la confianza en el mercado de valores y lo vuelve más atractivo.

Una vez realizado este análisis podemos concluir que el mercado de valores de Ecuador es bastante incipiente. Las reformas establecidas por la ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del sector Societario y Bursátil proponen una mayor inclusión de participantes en el mercado de valores, aumentando el nivel de confianza del inversionista por medio de una normativa que permita una mayor protección, incentivando inversiones a largo plazo. En la actualidad bajo la nueva ley de Mercado de Valores vigente desde marzo del 2014 se crea el Registro Especial Bursátil (REB), el cual tiene como objetivo ampliar el número de emisores y valores que se negocian en los mercados regulados, este se maneja como un nuevo segmento del mercado bursátil dirigido al sector económico de las pequeñas y medianas empresas, conjuntamente cumpliendo las necesidades de la economía popular y solidaria (LMV, 2014:67). La Junta de Regulación de Mercado de Valores regulará los requisitos y funcionamientos de este segmento de negociación. Otros de los objetivos de la ley mencionada, es aumentar la transparencia y acceso a la información, esto comprenden un cambio en la manera de operar de las instituciones que actúan como intermediarios en el mercado de valores, al mejorar los mecanismos de información hacia los inversionistas, así como generar canales de comunicación.

Es un importante paso para la mejora del mercado de valores el haber aprobado el 13 de marzo del 2014 el proyecto de Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, según Mónica Villagómez presidenta de la Bolsa de Valores de Quito, existen cambios fundamentales uno de ellos es convertir las bolsas de valores en sociedades anónimas, bajo palabras de la presidenta² esto lleva a mejorar la eficiencia de las operaciones de las bolsas de valores y abre la

² Revista Líderes en la siguiente dirección:

posibilidad de una integración tanto internacional como nacional, los principios rectores de la nueva ley son; la protección al inversionista, transparencia y publicidad, información simétrica y promover el financiamiento e inversión en el régimen del desarrollo nacional y un mercado democrático, productivo, eficiente y solidario (LMV, 2014:4). El poder contar con reglas claras permitirá el mejor desenvolvimiento y mayor confianza en el mercado de los participantes en el mercado bursátil ecuatoriano.

Para Rosero (2011:174), existen varios problemas, según los datos observados son, un mercado reducido, escaso desarrollo del mercado secundario, un mercado no integrado, existen dos bolsas de valores con problemas operativos y tecnológicos que resta eficiencia a la transaccionabilidad del mercado, cada bolsa de valores tiene sistemas transaccionales distintos, esto ocasiona conflictos en los sistemas de compensación y liquidación de valores. Otro de los problemas del mercado de valores es el poco aporte al financiamiento de mediano y largo plazo a los sectores productivos, como lo vimos anteriormente la mayor parte de los títulos valores negociados provienen del sector público y del sector financiero. Los objetivos promovidos por la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, pueden llevar a solventar los problemas antes mencionados y generar el desarrollo del mercado de capitales, este a su vez llevará al sector productivo a tener diversas alternativas de financiamiento promoviendo su crecimiento, según Rajan y Zingales (2003), el desarrollo financiero causa crecimiento, porque éste reaviva el proceso de destrucción creativa, moviendo recursos hacia las manos de nuevos y más eficientes empresarios, lo fundamental según Levine (1991) es la transformación que permite los mercados financieros de activos como acciones, bonos y depósitos a la vista, en inversiones de capital de mayor plazo.

Capítulo II: Experiencia internacional en el financiamiento de las PYMES a través del mercado de valores

El haber analizado las condiciones del mercado de valores en Ecuador nos permite evidenciar el escenario al cual se enfrentan los emisores. Uno de los problemas más significativos en el crecimiento de las pequeñas y medianas empresas, es el acceso al financiamiento, cabe destacar que las asimetrías de información afectan más a las PYMES donde la contabilidad, los balances y en general la información está menos desarrollada y sistematizada que en empresas grandes, otro de los factores es el tamaño de las operaciones de crédito. Los bancos deben hacer créditos más pequeños, lo que hace que los costos fijos de recolección de información y análisis de clientes se repartan en operaciones más pequeñas ocasionado una menor rentabilidad desde un punto de vista privado darles crédito a estas empresas (Stallings, 2006:24).

Razones escaso financiamiento (CAF, 2011:77):

- La falta de información afecta, con particular intensidad, a los nuevos clientes de los bancos, que, por lo general, son pequeñas empresas.
- Cuanto menor es el tamaño de la empresa, menor tiende a ser el capital que puede ofrecer como garantía colateral del crédito solicitado.
- Teniendo en cuenta que el monto de los créditos a las PYMES suele ser relativamente pequeño, los bancos deben incurrir en des economías de escala para obtener información sobre los antecedentes crediticios de dichos clientes.
- Muchas PYMES carecen de la información que exigen los bancos y desconocen los procedimientos y prácticas requeridas para acceder al crédito.

El tratamiento desfavorable que reciben las PYMES es característica de las economías de la región, este sesgo genera ineficiencias significativas en la asignación de proyectos viables y más rentables que aquellos que absorben el limitado financiamiento disponible. Esto puede significar el cierre de empresas viables y una pérdida de capital físico, humano y organizacional (CAF, 2011:24).

Existen diez principios que guían la formulación de políticas para el emprendimiento empresarial de la Unión Europea, los cuales son necesarios para crear condiciones competitivas, por medio de la mejora en el marco jurídico y administrativo. El principio en el cual se basará esta investigación, es el facilitar el acceso de las PYMES a la financiación y desarrollar un marco jurídico y empresarial que propicie la puntualidad de los pagos en las transacciones comerciales (CE, 2008:5). En el siguiente capítulo observaremos, diferentes mercados de capitales en donde las PYMES pueden obtener financiamiento.

Experiencias internacionales

a) Caso Alemania

1. Estructura institucional y normativa

Para desarrollar un mercado de valores atractivo, que incentive tanto a empresas e inversores a participar, es necesario crear condiciones adecuadas por medio de una estructura normativa que busque el beneficio de las dos partes, sobre todo que la información sea transparente y de fácil acceso, el poder contar con este factor, permite al inversor tomar una decisión correcta y manejar su costo de oportunidad, al saber con más precisión el nivel de riesgo a correr (Bodie, 2004: 45).

Alemania teniendo un sector productivo bastante desarrollado, su sistema financiero comienza a ser estructurado a partir de 1990, con la primera ley para la protecciones del mercado de capitales, con el establecimiento de prospectos para las ofertas públicas iniciales, la elaboración de directrices para inversión, removiendo impuestos anacrónicos, tales como impuestos a la transferencia de capital, adicional con los cambios mencionados se intenta por medio de esta innovación normativa expandir las oportunidades de inversión en compañías y fondos mutuos (Stoll, 2014:16).

La protección del inversionista, tiene efectos importantes en la confianza del mercado de valores, es así como Alemania en su segunda promoción del mercado de valores en 1994, uno de sus principales objetivos fue eliminar incidencias en el mercado por información privilegiada, se forma una estructura legal conformada por La Oficina Federal de Seguridades (*Federal Securities Supervisory Office*), establecida en Frankfurt conjuntamente con la FinDag (*Gesetz uÈber die integrierte Finanzaufsicht*) y Bakred (*Bundesaufsichtsamt fuÈr das Kreditwesen*), conformarían la nueva Supervisora Financiera Federal *Bundesanstalt fuÈr Finanzdienstleistungsaufsicht* BAFIN, encargada de supervisar el sistema financiero, para asegurar la transparencia e integridad tanto del mercado financiero como el mercado bancario, así también una de las principales funciones es asegurar la protección del inversionista (Ursula, 1996:152).

Otra de las reformas de Alemania para la protección del inversionista y para la transparencia del mercado financiero realizada el 22 de junio del 2011, es la publicación de información de la empresa emisora, que constituya un factor que no es públicamente conocido, relacionado a la esfera de actividad del negocio y concerniente a la posición financiera o de las actividades de la empresa, considerando los efectos que puede tener sobre los activos o valores emitidos, en caso de presentar irregularidades en la información, la BAFIN tiene el derecho de imponer multas de hasta EUR1.5 millones (Federal Law Gazette I, p. 1126). De acuerdo con la Sección 21 de “Securities Trading Act”, la persona jurídica o natural que mantenga el 5, 10, 25, 50 o 75 por ciento en la participación del capital de la empresa emisora del Mercado Oficial, deberá notificar a la BAFIN y a la compañía, sus derechos en el voto acorde a su participación. La parte notificante deberá indicar, el porcentaje exacto del derecho al voto y la fecha en que su participación aumentó (Federal Law Gazette I, p. 1126).

El mercado financiero de Alemania al igual que todos debe adaptarse a las necesidades de los participantes, para esto se realizó cambios en las regulaciones de su sistema financiero, con el fin de ser un mercado competitivo, que permita la participación de un mayor número de inversionistas. La bolsa de valores de Frankfurt, fundada en 1585, pasaría a ser privatizada por sus miembros y formaría parte de la Deutsche Börse AG, la DBAG se encarga del manejo de las operaciones del mercado de valores alemán, es así como en 1997, funda el Neuer Markt (NM), especializado en el segmento de la pequeña industria o de la industria naciente, mercado que tuvo un gran éxito, pero debido a la burbuja tecnológica, ocasionó cuantiosas pérdidas para los inversores, y la pérdida de confianza en el NM, cerrando sus actividades en el 2002 (Krahanen, 2013:438).

Uno de los grandes cambios en la normativa Alemana, tuvo lugar en 1998 en la Tercer Acta de Promoción Financiera, el objetivo era mejorar la posibilidad de diversificar el riesgo en el aumento del capital, por medio de acciones de las pequeñas y medianas empresas, aumentar su participación en el mercado de valores por medio de la reducción de los costos de transacción, ampliar el rango de productos para inversión en compañías, aprobar el plan para inversiones de pensiones y aumentar la oferta de capital para el financiamiento de compañías no registradas en el mercado de valores. Este cambio permitió que el mercado de capitales sea más atractivo tanto para inversionistas como para empresas con necesidades de financiamiento y dio paso para el crecimiento de las instituciones de Capital de Riesgo (Venture Capital V.C.) (Krahanen, 2004:435).

En la tercera reforma normativa se estandarizó la contabilidad de las empresas, los objetivos de este cambio se enfocaron en; Incrementar la calidad los reportes de los estados financieros, por medio de normas internacionales de contabilidad, desarrollar estándares para implementar los principios en la metodología de la contabilidad de las compañías (DBG, 1998:1). Para el primero de julio del 2012 se realiza el último cambio en la presentación de informes financieros, estableciendo la normativa contable IAS/IFRS, este es un requisito primordial para la entrada de nuevos emisores a los segmentos de mercado Official Market y Regulated Market (Karsten, 2014:2). Todos los cambios realizados apuntan a la mejora del marco legal acordes a estándares internacionales, con el objetivo de incrementar la protección al inversionista y mejorar el gobierno corporativo (Krahanen, 2004:436).

La normativa tributaria puede ser una herramienta que permita manejar la liquidez del mercado de valores aumentando su nivel de participación, el poder estructurar una normativa tributaria que incentive la inversión fue el objetivo de Alemania. La normativa expedida para estos fines fue; el Acta de Reducción de Impuesto presentada en el año 2.000 así también la ley de Modernización Contable (*German Accounting Law Modernzation Act – BilMoG*). Bajo el Acta de reducción de impuestos, para el cambio en el pago de impuestos por las ganancias de los dividendos de las acciones, se implementó el sistema half – Income el cual consiste, en que solo la mitad de las ganancias distribuidas por las empresas serán incluidas en el impuesto a la renta de los accionistas, adicional para las empresas que cotizan en bolsa únicamente el 50% de sus ganancias serán incluidas en el pago de impuesto a la renta y solo el 50% de todos los gastos y pérdidas relacionados pueden ser deducidos de tal impuesto. Uno de los incentivos para la atracción de capital extranjero es la aplicación de incentivos a empresas extranjeras que cotizan en Alemania, son exoneradas de impuestos, esto no aplica para instituciones de crédito o que prestan servicios financieros (Lubeck, 2005:3). En la actualidad el impuesto a las

ganancias para las compañías que coticen en la bolsa alemana es del 15% más un 5,5% de recargo solidario (Karsten, 2014:12)

2. Segmentos del mercado de valores

Como se ha podido observar el mercado de valores alemán se ha enfocado en garantizar la transparencia y eficiencia en el funcionamiento del mercado de valores. Frankfurt Stock Exchange es la más importante bolsa de valores de Alemania sus operaciones son realizadas por la Deutsche Borse.

Existen en el mercado de capitales alemán tres segmentos:

- **Official Market:** En este segmento se encuentran las principales empresas alemanas, los requisitos para la primera emisión de acciones es; constar con tres años mínimo de existencia, las acciones deben tener un valor esperado de un millón doscientos cincuenta mil euros, debe incluir mínimo diez mil acciones o certificados representativos de acciones, de las cuales como mínimo un veintiocho por ciento estará en el mercado, para la admisión se debe presentar los balances de los tres últimos ejercicios.
- **Regulated Market:** Su diferencia está en las condiciones de entrada, en este caso son menos severas, los principales requisitos son; la no exigencia de requerimientos en cuanto a su existencia, las acciones deben tener un valor mínimo de doscientos cincuenta mil euros, la compañía debe presentar un informe de la emisión.
- **Regulated Unofficial Market:** es el mercado no oficial. Los directivos de este mercado son los encargados de incluir los valores, los requisitos de entrada son mínimos y los emisores no tienen condiciones de entrada, en este segmento se encuentran las empresas con baja capitalización bursátil, las empresas deberán presentar un informe de la emisión.

Cada segmento del mercado de valores de la bolsa de Frankfurt posee un grado de transparencia. Para todas las empresas que cotizan en el Official Market o en el Regulated Market, es la transparencia el factor que determina que segmento de mercado pertenece la compañía (Escudero, 2004:120). Tanto el Regulated como el Official Market, son segmentos basados en la Ley de Mercado de Valores alemana, las compañías que se encuentran en estos segmentos de mercado, deberán presentar la mayor cantidad de información posible. El Regulated Unofficial Market, fue reposicionado en octubre del 2005 como Open Market, las empresas que cotizan en él, deben presentar pequeños requerimientos de información, su marco regulatorio está conformado por las Reglas de Intercambio de la bolsa de valores de Frankfurt.

La bolsa de valores de Frankfurt establece requerimientos necesarios para poder cotizar en el segmento Official Market tipo Prime Standard, los requerimientos son los siguientes;

- Mínimo tres años de funcionamiento de la compañía.
- Capitalización mínima de EUR 1.25 millones
- Mínimo 30 accionistas
- 25% mínimo de capital flotante
- Capital social mínimo de EUR 1.25 millones

- El volumen de emisión nominal debe ser mínimo de 10.000 acciones
- Las compañías que deseen cotizar en bolsa, deben presentar un prospecto.
- 3 años de auditoría

Como se puede observar este segmento lo utilizan las grandes compañías, el marco regulatorio, abarca, regulaciones del Mercado de Valores alemán y de la Unión Europea, y las Reglas de Negociación de la bolsa de Valores de Frankfurt, el proceso de admisión para cotizar en bolsa toma alrededor de seis a ocho meses (frankfurtstockexchange.de; 2014/05/01).

El segundo segmento está enfocado para la mediana y pequeña empresa, este segmento pertenece al mercado oficial, por lo tanto, debe acogerse al reglamento de transacciones de valores de la Unión Europea y los requerimientos de la Ley de mercado de Valores de Alemania, adicional deberá acogerse a las Reglas de transacción de la bolsa de valores de Frankfurt (frankfurtstockexchange.de; 2014/05/02)

Los requerimientos para cotizar en bolsa en el segmento Regulated Market, son los siguientes;

- El tiempo mínimo de operación de la compañía es de 3 años
- 30 accionistas mínimo
- La compañía debe mostrar evidencia de un capital mínimo de EUR 750.000
- El 25% del total de acciones emitidas debe encontrarse en el mercado, es decir, capital flotante.
- La compañía debe tener una auditoría de los tres últimos años, o menos en caso de que sus operaciones no tengan esa antigüedad.
- La compañía debe publicar, anual, semi-anual y trimestralmente los estados financieros, de acuerdo a la normativa de la Ley de Mercado de Valores de Alemania.
- Debe estar el prospecto aprobado
- Debe declarar anualmente el cumplimiento de las recomendaciones del código de Gobierno Corporativo Alemán.

Es claro que uno de los objetivos en estos segmentos, es tener un alto nivel de transparencia que permita al inversionista tomar decisiones correctas y aumentar su confianza en el mercado de valores alemán.

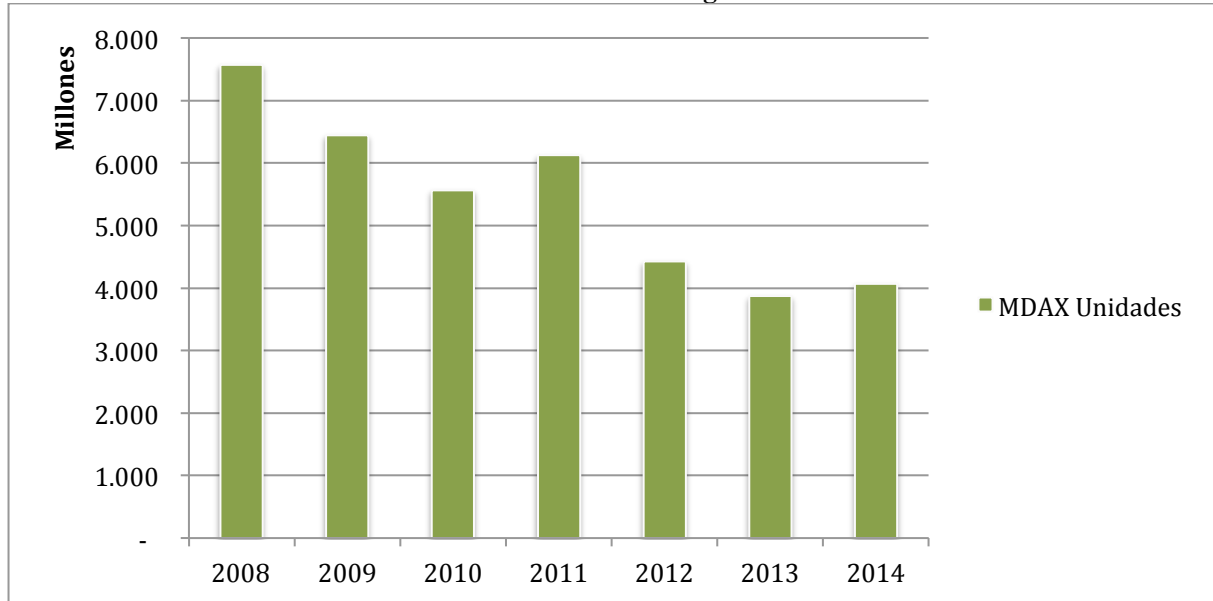
3. PYMES en el mercado de valores alemán

Dentro del mercado de valores existen PYMES que cotizan en bolsa. Para Alemania la información es primordial, es por eso que existen dos indicadores especializados para la Mediana y Pequeña empresa, el MDAX y el SDAX respectivamente.

Según la bolsa de valores de Frankfurt el indicador MDAX corresponde al segmento de la mediana industria, conocidas como empresas de capitalización media, este indicador contiene las acciones de 50 compañías en los sectores tradicionales tales como, farmacéuticas, sector industrial y financiero. Se

evidenciará el nivel de transacciones que ha tenido este segmento del mercado de valores en el siguiente gráfico No 24.

Gráfico No 24
Número de acciones negociadas

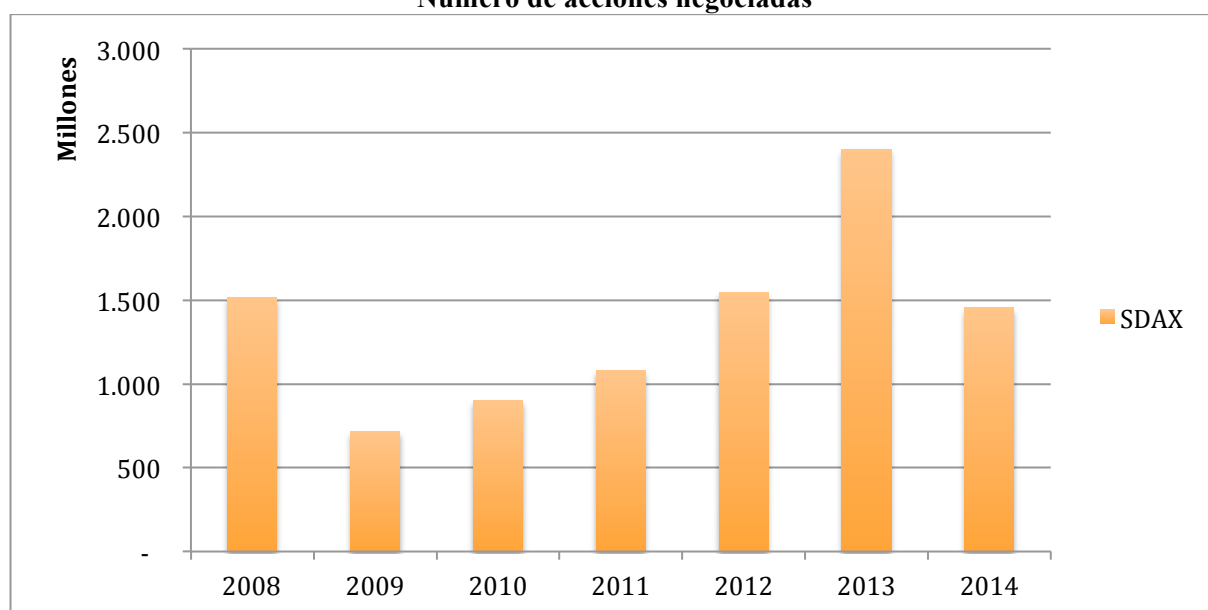


Fuente: Borse Frankfurt
Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar en el gráfico No 24 el crecimiento en el número de títulos valores negociados alcanza su tope máximo en el 2008 con un valor de 7.569 millones, es a partir del 2009 que el crecimiento de este segmento de mercado comienza a deteriorarse, para el 2012 existe una disminución en el número de valores negociados del 27,69%, y alcanza su punto más bajo en el 2013 con un número de valores negociados 3.872 millones, hasta finalizar en el 2014 con un crecimiento del 5,10%, parte de esta caída en el número de valores negociados se debe a las condiciones del entorno económico, la crisis del 2008 impacto a la región europea, teniendo altas tasas de desempleo, riesgos de estabilidad en el sistema financiero y altos niveles de endeudamiento de los gobiernos de la región, generando un alto grado de desconfianza en la economía europea (OECD, 2014:15).

El SDAX abarca el segmento de la pequeña industria, este indicador contiene las acciones de 50 compañías registradas en los sectores tradicionales como las farmacéuticas, químicas, industriales y financieras (Borse Frankfurt, 2014:1). En el siguiente gráfico No 25 podemos observar la evolución de este indicador por medio del número de títulos valores negociados.

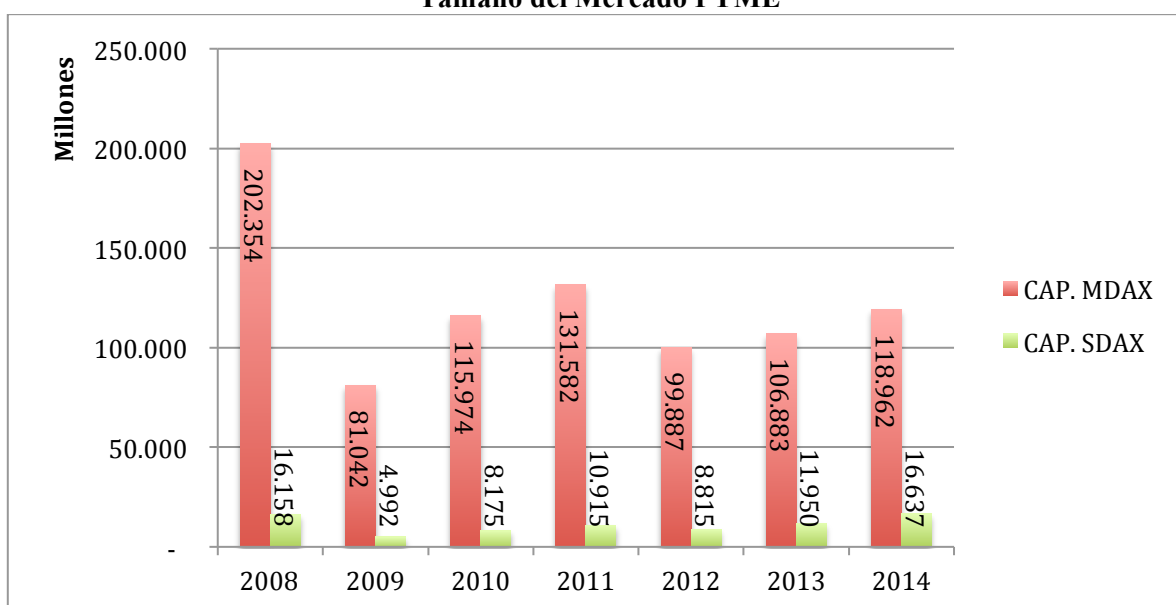
Gráfico No 25
Número de acciones negociadas



Fuente: Borse Frankfurt
Elaborado por: André Mejía

El SDAX según los datos obtenidos por la bolsa de Frankfurt, durante el periodo 2008 – 2014, ha tenido un crecimiento promedio del 8,03%, alcanzando su punto más alto en el 2013 con un número de acciones negociadas de 2.398 millones, para el 2014 el número de títulos valores negociados por las pequeñas empresas contempladas en el índice, disminuye en un 39,3%, esto se debe a una reducción en el número de acciones emitidas por parte de las pequeñas empresas en un 28,39% para el 2014 en comparación con el 2013, adicional existe una disminución de 13 emisores.

Gráfico No 26
Tamaño del Mercado PYME



Fuente: Borse Frankfurt

Elaborado por: André Mejía

Durante el periodo analizado en promedio, el segmento de la mediana empresa tiene una participación en el mercado de valores alemán del 12,06%, su punto más alto lo obtiene en el 2008 con el 25,39% de representación en la capitalización bursátil del país en análisis, para el caso de la pequeña empresa en promedio su participación fue del 4,52%, para el mismo periodo en análisis.

La capitalización bursátil de las PYMES en Alemania, se reduce para el 2009 en un 60,63% obteniendo un monto de EUR 86.034 millones, para el caso del segmento MDAX existe una reducción del 54,20% y para el SDAX es del 69,11%. Para el 2014 el tamaño del mercado de valores de las PYMES tiene un aumento del 14,11% su valor haciende a EUR 135.599 millones, para el caso de la mediana empresa, tiene un crecimiento en comparación al 2013 del 11,30% y para la pequeña empresa esta obtiene un crecimiento del 39,22%. Para el mismo año la participación en el mercado de valores alemán para el segmento PYMES obtiene un crecimiento del 11,59%. La pequeña y mediana empresa en el mercado de capitales alemán, desde el 2008 al 2014 ha tenido un crecimiento del 0,16% en su nivel de partición, un bajo resultado ocasionado por un entorno económico desfavorable ocasionando desde la crisis financiera del 2008.

Como se pudo observar durante la revisión de la evolución del mercado de valores Alemán, se puede llegar a la conclusión de que, el crear una estructura regulatoria, con reglas definidas en apoyo a los participantes y la protección al inversionista, son piezas claves para generar confianza sobre las inversiones que se realizan en el mercado de valores, la evolución de su marco regulatorio se debió a experiencias como el fracaso del Neuer Markt, la creación de instituciones de capital de riesgo y el avance en la generación de un marco regulatorio acorde a las normas internacionales, cumpliendo con la normativa de los mercado regulados de la Unión Europea, adicional el mercado de valores alemán cuenta con una de las mejoras plataformas de comercio de valores de la región denominada XETRA,

el 80% de las acciones del mercado bursátil alemán son transadas en esta plataforma (DB, 2015:24/05/2015), esto permite un mayor dinamismo en el nivel de negociaciones.

El desarrollo del mercado de valores alemán ha permitido que las PYMES utilicen como un método de financiamiento, la emisión de títulos valores. La información requerida para poder participar hace del mercado de capitales alemán una herramienta confiable para los inversionistas, como se mencionó anteriormente la asimetría de información impide la obtención de recursos, el poder cotizar en la bolsa, permite a la empresa no solo profesionalizarse, mejora la estructura corporativa y la parte fundamental, el poder contar con un financiamiento a largo plazo y estructurar la deuda acorde al flujo o necesidades de la empresa.

b) Caso Chile

Existe un consenso político en América Latina sobre la importancia de las PYMES en la economía de los países de la región, esto responde al peso determinante que ha adquirido este segmento en la creación y absorción de empleo. Otra de las consideraciones relevantes es el desarrollo competitivo del sector de las PYMES, la inserción de diferentes sectores productivos y potenciar la integración de cadenas productivas y capacidad de absorción tecnológica (Estumpo, 2007: 163).

La obtención de recursos financieros con el fin de promover el crecimiento del sector de las PYMES es uno de los obstáculos que impide el proceso de inversión para ampliar la capacidad de producción o realizar innovación, el escaso desarrollo de las industrias de capital de riesgo o de mecanismos de financiamiento para las empresas emergentes reduce la posibilidad de contar con un mayor número de empresas en la economía. Las razones sobre la escasez de crédito para las pymes se deben, a la falta de información sobre los proyectos de las empresas, sus ventas, potencialidad de crecimiento y la escasa transparencia de los balances contables, esto hace difícil la medición del riesgo por parte del sector bancario (Ferraro, 2011:11).

1. Estructura institucional y normativa

Para poder analizar el mercado de valores de Chile es necesario comenzar observando el inicio de la estructuración del sistema financiero chileno. Durante el periodo de 1973 a 1983, Chile enfrenta grandes cambios tanto en su modelo económico como en el orden político, la caída del gobierno Unidad Popular y una dictadura hasta 1990. El sistema financiero para ese periodo estaba estatalizado, existía un control estricto en las tasas de interés y en la asignación del crédito. Al establecerse en el poder la Junta Militar chilena liderada por Augusto Pinochet, establecería un modelo de liberalización económica, para 1974 se inicia la liberalización de las tasas de interés y la privatización de la banca, este proceso de cambios no fue acompañado con un marco regulatorio y de supervisión apropiado, como consecuencia para 1982, Chile sufre una de las mayores crisis financieras, consecuencia de la falta de implementación de herramientas necesarias para controlar shocks internos como externos, las tasas de interés eran extremadamente altas, una alta deuda por parte de la dictadura militar a esto sumarle la depreciación de la moneda, hacen un escenario bastante difícil para el desarrollo del sistema financiero (Torres, 2009:5).

En 1975 se crea la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y la ley Orgánica del Banco Central, así también se inicia un proceso de privatización desde 1974 a 1981. Otro de los hechos importantes durante el periodo analizado, es la creación las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos en 1976 y la Superintendencia de Valores y Seguros en 1980, estas nuevas entidades serían las autoras de la Ley de Mercado de Valores y la Ley de Sociedades Anónimas, creadas en 1981, previo a la crisis, se estableció la reforma de pensiones, donde el sistema de reparto será cambiado por un sistema de capitalización individual, estos avances en el desarrollo del sistema financiero, formarían la base de la estructura del mercado de capitales chileno (Torres, 2009:6).

Para 1994 el mercado de valores de Chile tuvo un importante avance en la modernización del mercado financiero, por medio de la creación de diversos organismos institucionales, perfeccionamientos de normativas y elaboración de leyes. Una de las instituciones creadas durante este periodo fue el Comité de Mercado de Capitales, el cual se encontraba integrado por la Superintendencia de Fondos de Pensiones (AFP), el Banco Central y el Ministerio de Hacienda, estos tres organismos eran los encargados de generar normas, reglamentos y oficios con el objetivo de mejorar las condiciones de los participantes. Se crea la ley de Bancos establecida en 1997, por medio de esta ley se autorizó la internacionalización de la banca, así también la implementación de nuevos instrumentos financieros como el factoring, securitización y nuevas formas de inversión, como la administración de fondos de capital extranjeros, corretaje de seguros, custodia y transporte de valores, cobranza y servicios financieros a las AFP, adicional se estableció normas internacionales de regulación, la base de estas regulaciones se basó en los estándares del acuerdo de Basilea I.

Para el 2001 se implementó la primera reforma a la ley de Mercado de Valores (MKI) llamada ley No 19.768, los principales cambios que se realizaron fueron; liberar de impuestos a la ganancia de capital sobre acciones con presencia bursátil; flexibilizar límites de inversión de compañías de seguros; la creación de la Administradora General de Fondos; el papel que juega este tipo de instituciones es administrar bajo una misma sociedad diversos fondos de distintos tipos. Así también se cambió la administración de los Fondos Mutuos, aumentando las exigencias en la divulgación de información hacia los participantes del fondo y las responsabilidades de estas instituciones, en el caso de los fondos de pensiones AFP, éstas deben dar a elegir a sus participantes cinco tipos de portafolios de inversión diferenciados de acuerdo a su riesgo y rentabilidad, estos se denominaron Fondos A, B, C, D, E, los fondos A son los de mayor riesgo y los fondos E los de menor. Por medio de estos cambios se pretende fomentar el ahorro voluntario a través de dos vías; la primera es mediante las filiales de las administradoras generales de fondos y a través de seguros de vida con componente de ahorro. Se estableció una nueva estructura para el régimen de inversiones de las compañías de seguros, permitiendo incorporar nuevos instrumentos financieros en sus inversiones, con la finalidad de aportar al desarrollo del mercado de capitales y generar mayores alternativas de financiamiento para las PYMES (Ley No 19.769, 2001:9).

Para junio del 2007, se establece una segunda Reforma del Mercado de Capitales (MKII), esta reforma se basa en tres objetivos; fomentar el desarrollo de la industria de Capital de Riesgo; mejorar la seguridad del mercado de valores y promover el desarrollo del mercado financiero. Para el desarrollo de la industria de capital de riesgo la ley 20.190 (2007), establece que las ganancias de capital que sean obtenidas por medio de la venta de acciones de las sociedades de capital de riesgo serán exentas de impuestos tributarios, esto generará una mayor rentabilidad para inversionistas ángeles y semillas

que coloquen sus inversiones en este tipo de sociedades. Se promovió el fomento al financiamiento para PYMES por medio de las sociedades de Capital de Riesgo (ACAFI, 2014:9). Adicional se crea las “Sociedades por acciones” institución que posee la flexibilidad de actuar bajo una nueva estructura societaria, es decir, funciona como sociedades de responsabilidad limitada, pero bajo un patrimonio similar a una sociedad anónima cerrada (Ley No 20.448, 2010:5).

Con respecto a mejorar seguridades en el mercado financiero, la MKII estableció un mayor número de exigencias en la custodia de títulos valores, fortaleció los poderes de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) para fiscalizar, en inconvenientes como solvencia de las instituciones que están bajo su supervisión. Para el desarrollo financiero, la reforma permitió ampliar las reservas técnicas y patrimonio de riesgo para compañías de seguros, otra de las medidas de gran importancia, fue la desmutualización de las bolsas, este cambio, en las bolsas de valores tiene como fin el mejorar la adaptación a las nuevas necesidades del mercado, facilidad de financiamiento para innovación y mejorar la integración con otros mercados. Otro de los cambios fue el mejorar las condiciones para inversión extranjera por medio de la flexibilización de requisitos y condiciones que deben cumplir para la inscripción y oferta pública de los valores (Ley No 20.190;7).

Para la tercera reforma, la ley No 20.448 establecida en el 2010, busca mejorar la profundidad del mercado de capitales y su liquidez, el segundo eje de la reforma, es ampliar el mercado financiero por medio de un mayor acceso al sistema bancario y no bancario, como tercer eje, se busca generar competencias en el mercado crediticio, a través de la estandarización de los requisitos básicos de los créditos. Uno de los cambios para la mejorar la liquidez del mercado capitales, fue ofrecer mecanismos alternativos en el aumento y disminución del capital de las AFP, esto se basa en la determinación de un precio justo para los activos en los que invierte el fondo y la autorización de cuotas rescatables anticipadamente. Otro de los importantes cambios de la tercera reforma del mercado de capitales chileno, fue el poder integrar a empresas de menor tamaño para la obtención de financiamiento, es así como incorpora la suscripción de bonos securitizados, con la finalidad de reducir los costos y otorgar una mayor flexibilidad de los instrumentos que se emitan (Ley No 20.448, 2010;11).

2. Segmentos de mercado

i. Bolsa de valores emergente

La bolsa de valores emergente fue creada a partir de la primera reforma de la ley de mercado de valores MKI en el año 2001 (ACAFI, 2014:8), el objetivo de este segmento del mercado de valores es generar alternativas de financiamiento para las empresas en crecimiento, según la Ley No 18.045, en la Norma de Carácter General No 118, se entenderá por empresa emergente las compañías que cumplan las siguientes condiciones;

- Empresas nuevas que buscan financiamiento para un plan de negocios innovador
- Empresa con proyectos de innovación en el sector de alta tecnología
- Empresa de rápida expansión o con proyectos con fuerte potencial de crecimiento.
- Otras empresas que la Superintendencia de Valores y Seguros califique como emergentes.

Para el proceso de inscripción de valores en el mercado emergente, se deben cumplir los siguientes requisitos y procedimientos, según la ley No118;

- La junta extraordinaria de accionistas acuerde la inscripción de la sociedad y de sus acciones en el Registro de Valores, con el objetivo de que las acciones sean transadas en los “Mercados para empresas emergentes” que regulan las Bolsas de valores.
- El 10% de las acciones emitidas deberá encontrarse en posesión de al menos tres inversionistas institucionales o cincuenta personas no relacionadas.
- Se entenderá por programa de colocación, la totalidad de las acciones de primera emisión que eventualmente pudieran colocar los accionistas.
- No se podrá cancelar la inscripción de las acciones colocadas, por el plazo mínimo de tres años contado desde esa fecha.

Una vez tomado en cuenta los siguientes requisitos es necesario presentar una solicitud de inscripción a la Superintendencia de Valores y Seguros, la cual debe tener el siguiente contenido: Prospecto, Antecedentes Económicos y Financieros. (No118, 2013:8). El prospecto que deben presentar los emisores del “Mercado para empresas Emergentes”, debe contener la siguiente información; Identificación de la Sociedad, es decir la razón social, R.U.T., Fecha de inscripción de la sociedad, entre otros. Adicional deberá presentar la Estructura de Administración y Propiedad. La información histórica de la empresa formará parte del prospecto, en el cual debe constar entre lo más importante, el monto de capital autorizado, Balance General, Estado de Resultados, Estado de Flujo de efectivo, Indicadores de endeudamiento, liquidez y rentabilidad, los Antecedentes económicos y financieros, también una descripción del negocio, con factores de riesgo y principales activos que tiene la empresa (No118, 2013:13).

En la descripción de la colocación, debe contener el tipo de colocación, los emisores, plazo de colocación, adicional debe constar las características de la emisión, es decir el monto máximo, el número de acciones a emitir, la clase de las acciones, si son ordinarias o preferenciales (No118;2013:16). Existe una segunda etapa en la cual una vez inscrita la empresa en el mercado valores emergentes, esta debe presentar información continua a la S.V.S., la información a presentar es la siguiente; Antecedentes económicos y financieros, Hechos relevantes o esenciales, Normas Especiales de Publicidad, Colocación de Nuevas Acciones. Adicional se deberá presentar, informes y estados financieros trimestrales y anuales, Variaciones de Capital, entre otros (No118, 2013:19).

El mercado de valores para empresas emergentes desde su creación hasta la actualidad ha tenido 36 emisores, con un monto total colocado de 2.333.080 millones de pesos. La institución con el mayor monto de emisión fue “Inversiones la Construcción S.A.” con un monto 225.629 millones de pesos, esta emisión tiene una participación del 10% del total de montos colocadas en este segmento de mercado (SVS, 2014:31). Uno de los beneficios al cotizar en la bolsa de empresas emergentes, es según la Ley No 20.190, la exención al impuesto a la ganancia de capital, para las acciones del mercado mencionado.

3. Pymes en el mercado de valores

i. Securitización

El mercado de capitales puede ser una buena herramienta de financiamiento para empresas de pequeño y mediano tamaño. Chile pretende incorporar nuevos participantes en el mercado, por medio de las “Sociedades de Securitización”. Según Pollak (2004:46) la securitización puede ser un excelente mecanismo para el financiamiento de las PYMES, incorpora un paquete de activos, créditos e incluso flujos futuros, generando una mayor liquidez para la PYME y una disminución en los costos de financiamiento.

La securitización tiene el mismo funcionamiento que una titularización, consiste en construir un paquete de activos u obligaciones con el fin de que los originadores de las operaciones, obtengan liquidez. Este mecanismo no solo resulta atractivo para las PYMES también para la banca, ya que les permite disminuir riesgos y costo de provisiones asociados, esto implica un beneficio para las dos partes, generando una mayor disposición en la entrega de créditos (Pollak, 2004:48).

Las condiciones que se debe cumplir para la securitización son, para el caso de la estructuración de paquetes de créditos con PYMES, estos deben ser relativamente homogéneos en sus plazos, adicional la tasa del bono securitizado debe ser atractiva para el inversor, no debe tener activos de alto riesgo. Los beneficios de la securitización son los siguientes (Rodríguez, 2010:1):

- Otorga mayor liquidez: Quien estructura los títulos valores, cambia activos de escasa liquidez por otros más líquidos.
- Uso más eficiente del Capital: Las empresas que poseen facilidad de pago a sus clientes, mantienen cuentas por cobrar en el activo. Por medio de la securitización, se da utilidad a activos que mientras no sean cobrados no reportan flujos de caja.

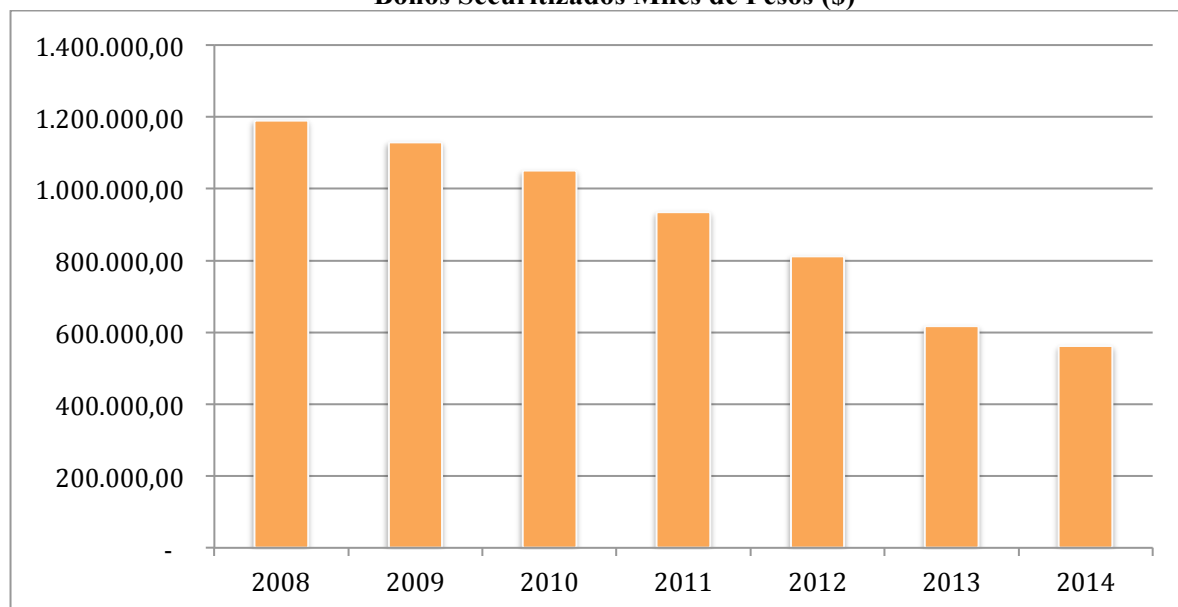
Los participantes en el proceso de securitización son, en primer lugar, la empresa originadora, es el creador original de los créditos a ser transferidos, este participante a cambio recibe un valor que puede ser inferior al valor nominal de los activos titularizados, por el adelanto de la liquidez. Pasamos a los vehículos securitizadores, estos son instituciones que adquieren los activos para securitizarlos y transformarlos en títulos de fácil negociación a plazos atractivos a los inversionistas. Por último, se encuentran los inversionistas, este participante puede adquirir la emisión del originador por medio de dos alternativas; mediante la adquisición de títulos de deuda de securitización o a través de la adquisición de cuotas de fondos de inversión de créditos securitizados, adicional únicamente podrán acceder a este tipo de instrumentos financieros, los inversionistas institucionales (Rodríguez, 2010:9). Para el caso de Chile los vehículos securitizadores pueden ser de dos tipos: Sociedades securitizadores o fondos de inversión de créditos securitizadores, este tipo de sociedades se constituyen como sociedades anónimas especiales, se encuentran bajo la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros (S.V.S), su objeto exclusivo es la adquisición de créditos, la adquisición de derechos sobre flujos de pago y la emisión de títulos de deuda de corto o largo plazo, para esto la sociedad securitizadora forman patrimonios separados por cada emisión. Para poder emitir este tipo de títulos,

las sociedades deben cumplir con un patrimonio igual o mayor de USD 283.000, el 50% de este mínimo legal debe estar libre de prohibiciones, gravámenes o embargos. Los bienes que respaldan los patrimonios separados, pueden ser administrados por la sociedad, o puede delegar este servicio a bancos, sociedades financieras, administradora de mutuos hipotecarios u otras entidades que la S.V.S. autorice. La oferta pública de este tipo de títulos se los debe inscribir en el Registros de Valores, para esto debe cumplir con los siguientes requisitos: Un contrato de emisión, en el cual conste la formación del patrimonio separado, se individualizan según su naturaleza, los bienes, contratos, créditos y derechos que lo integran. Un prospecto, el cual contenga todos los antecedentes relevantes ante el público, debe constar la descripción de la emisión e información de los representantes de los tenedores de los títulos y descripción de la colocación (SVS, 2010:7).

Sobre la información para el inversionista, una vez inscrita la emisión en la Superintendencia de Valores y Seguros, la información presentada debe ser remitida a todas las bolsas del país, esa información debe ser remitida a intermediarios colocadores de dicha emisión, adicional el intermediario que ofrece al público los títulos debe entregar a todo inversionista interesado el prospecto y deben tener a disposición información de los emisores de los valores ofertados. Adicional se debe publicar en un diario de amplia circulación sobre la emisión (SVS, 2010:8).

Una vez visto el procedimiento para la emisión de bonos securitizados y las políticas aplicadas para la introducción de PYMES para la emisión de este tipo de instrumentos de financiación, es necesario observar su evolución en el tiempo.

Gráfico No 27
Bonos Securitizados Miles de Pesos (\$)



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros
Elaborado por: André Mejía

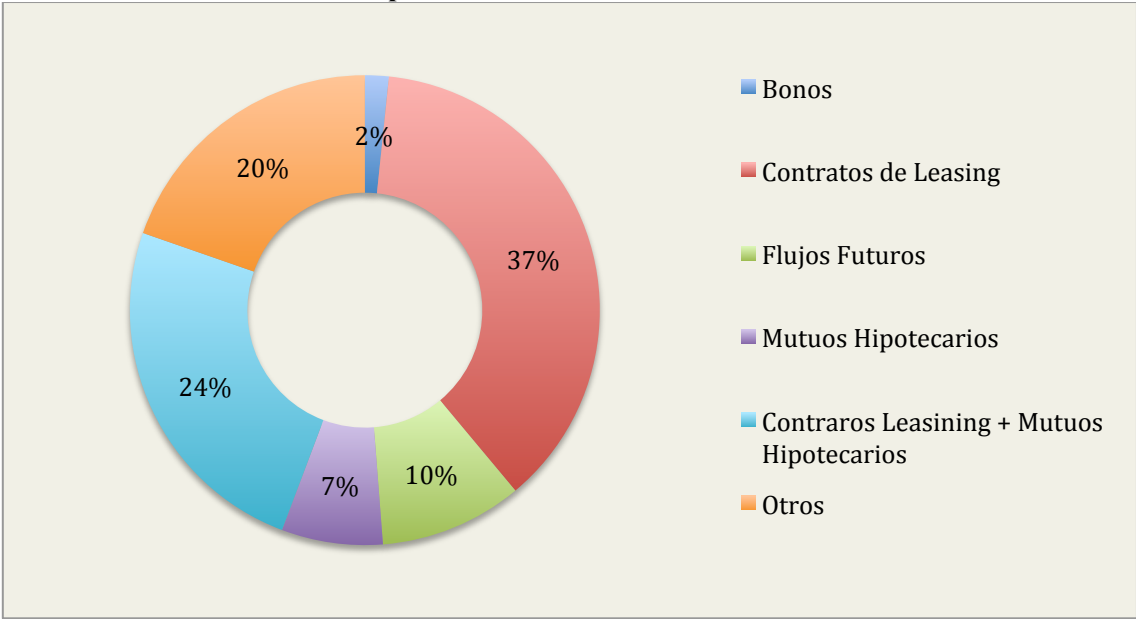
La securitización en Chile empezó en 1994 con la ley No 19.301, este mecanismo de financiamiento comenzó con el objetivo de fomentar el desarrollo del sector inmobiliario, a través de la securitización de mutuos hipotecarios, es partir de las reformas en la Ley de Mercado de Valores, La Ley de Fondos

de Inversión y Administradoras de Fondos de Pensiones, integra nuevos participantes, como se mencionó anteriormente, este mecanismo de financiamiento no solo sirve para mutuos hipotecarios, sirve para flujo futuros, créditos, leasing, factoring, entre otros. Estas políticas han llevado al crecimiento de esta forma de financiamiento. Para el 2008 comienza un decrecimiento en el monto negociado de los títulos securitizados del 3,72%. El principal factor en la disminución de las negociaciones, es la brusca caída en el precio de los commodities, especialmente del cobre y el petróleo, según la Bolsa de Comercio de Santiago (2008:7), existe una caída significativa en la demanda de títulos valores y una presión vendedora por parte de los inversionistas, este comportamiento del mercado se vio reflejado en la capitalización bursátil con un decrecimiento del 26,9% en comparación con el año 2007

Para el 2013 el mercado chileno tiene su mayor decaída con un decrecimiento del 24,04% en los montos negociados, pasó de 812 millones de pesos en el 2012 a 617 millones de pesos en el 2013, hasta terminar en el 2014 con un decrecimiento de 8,86%, debido a que el valor de este tipo de títulos depende de un activo subyacente, puede existir una alta variación en su nivel de negociación. El mercado bursátil chileno no ha logrado recuperarse de la crisis subprime, la volatilidad de los precios de las materias primas genera incertidumbre en los inversionistas, es así como para el 2014 la capitalización bursátil apenas obtuvo un crecimiento del 1,06% (Bolsa de Comercio de Santiago, 2014:1).

Es momento de observar cuales son los bienes, activos o derechos más utilizados para la securitización, por medio del siguiente gráfico No 28.

Gráfico No 28
Composición bonos Securitizados 2014



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros
Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar la composición de bonos securitizados, en su mayor parte se encuentra compuesta por contratos Leasing, ocupando el 37% del total de activos securitizados, existe también una alta participación de la combinación entre contratos leasing y mutuos hipotecarios, estos ocupan el 24% del total de obligaciones estructuradas, le sigue los pagarés y depósitos a plazo representado por otros con un 20%. Los flujos futuros ocupan el 10%. Como se mencionó anteriormente este mecanismo puede ser de gran ayuda para obtener recursos de manera más rápida y evitar problemas de capital de trabajo, al poder hacer un activo ilíquido en líquido.

c) Caso Argentina

Argentina es una de las naciones, donde se ha concentrado una serie de políticas en torno al financiamiento de las PYMES por medio del mercado bursátil, como lo hemos mencionado anteriormente, el crédito para la pequeña y mediana empresa por medio de la banca es escaso por razones como, los costos asociados a la investigación del crédito, asimetría de información, elementos que aumentan el riesgo y por ende el costo, representado por la tasa de interés. El mercado de capitales surge como una nueva alternativa de financiamiento a un menor costo y con mayor adaptabilidad a las necesidades del negocio.

1. Estructura institucional y normativa

Para observar de mejor manera la aplicación de las políticas para la introducción de las PYMES en el mercado de valores, es necesario evidenciar la estructura del mercado de capitales argentino, para esto se realizará un breve reseña histórica de su evolución y las mejoras realizadas para alcanzar la cotización de las PYMES en bolsa. Se puede decir que el mercado de capitales argentino inició operaciones en 1811, en el momento en que los ingleses instalaron una sala de comercio, pero es para 1889 cuando se inicia el proceso de creación de una normativa relacionada con la negociación de títulos valores (CNV,11/08/2015).

En 1937 se creó la Comisión Nacional de Valores (CNV), dependiente del Banco Central de la República Argentina, su objetivo era únicamente de consultas. La primera comisión de valores era integrada por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el Banco Central y los bancos y casas financieras privadas, en 1946 se establece las funciones de la Comisión Nacional de Valores, se oficializa su integración con los representantes del Banco Central. La comisión tenía como función principal la de autorizar los ofrecimientos públicos de valores, el objetivo era supervisar la cotización de potenciales emisores en el mercado de valores. Este funcionamiento duró hasta la entrada en vigencia de la Ley No 17.811 establecida en 1969, es a partir de esta ley, que la totalidad del mercado de valores fue estructurado y regulado (CNV,11/08/2015). La ley estableció cambios en el proceso de Ofertas Públicas de títulos Valores y Bolsas de Comercio, para el caso de la Oferta Pública de títulos valores, esta consideraba la invitación que se hace a personas en general, sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por emisores, organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquellos (Ley No17.811 CAP. II:OPV). Con respecto a las Bolsas de Comercio, se establece su

función, como facilitadores de las operaciones del comercio, defendiendo los intereses de los participantes (Ley No 17.811 CAP. III: 9). Para el 2012 se establece la Ley No 26.831 sustituyendo la No 17.811, el objetivo es regular los participantes y valores negociables comprendidos dentro del mercado de capitales, sujetos a la reglamentación y control de la Comisión Nacional de Valores, los principios fundamentales son los siguientes (Ley 26.831, 2012:1):

- Promover la participación en el mercado de capitales de los pequeños inversores, asociados sindicales, asociación y cámaras empresariales, organizaciones profesionales y de todas las instituciones de ahorro público.
- Fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los pequeños inversores.
- Promover el acceso al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas
- Propender a la creación de un mercado de capitales federalmente integrado, a través de mecanismos de interconexión de los sistemas informáticos.
- Fomentar la simplificación de la negociación para los usuarios, con el fin de lograr una mayor liquidez y condiciones más favorables al momento de concretar operaciones.

El sistema bursátil argentino se encuentra integrado por bolsas de comercio, mercados de valores, entidades de depósitos colectivos, y entidades de liquidación y compensación de operaciones. Se encuentra también un sistema extrabursátil conformado por una entidad autorregulada no bursátil llamada Mercado Abierto Electrónico (MAE) (CNV, 2007:2).

La Comisión Nacional de Valores (CNV), en la actualidad desempeña el rol de monitoreo, analiza y gestiona las negociaciones secundarias de valores, el objetivo es velar por la transparencia, adicional debe cumplir con normas según el decreto No 677/01, estas son; el deber de informar y guardar reserva, este último se refiere al uso de información privilegiada, otro de los deberes de la CNV es no permitir la manipulación del mercado, es decir detectar y sancionar prácticas que distorsionen el precio y volumen de las negociaciones o emitir información falsa que afecte a las transacciones de los valores (CNV, 2007:2).

Las Bolsas de Comercio por su parte, son entidades constituidas bajo la forma de asociación civil o de sociedad anónima, es requisito previo la autorización de la CNV para su funcionamiento. Las Bolsas de Comercio para el caso del mercado de capitales argentino se dividen en dos, las Bolsas de Comercio con mercado de valores adherido, están facultadas para, autorizar, suspender y cancelar la cotización de valores negociables, establecer requisitos que deben cumplir los emisores para cotizar en el mercado de valores y asegurar la veracidad de la información presentada de los emisores. Y las Bolsas de Comercio sin mercado de valores adherido, pueden intervenir en la colocación de valores públicos o privados, recibir órdenes de comitentes de valores negociables, pero deben dirigirlas a los agentes de bolsa registrados en los mercados de valores o en otras entidades autorreguladas donde se efectúen las órdenes de compra o venta. El marco regulatorio que rige el funcionamiento de las bolsas de comercio son; Ley de Oferta Pública, Reglamentos de Cotización y Ley de Mercado de Valores (CNV, 2007:3).

Otro de los participantes que realiza el papel de intermediario entre emisores e inversores son los Mercados de Valores, estos se encargan del registro, liquidación y conciliación de operaciones que involucran valores negociables, se constituyen bajo la forma de sociedad anónima. Las funciones de estas instituciones son; fijar los requisitos y condiciones que deben cumplir los potenciales participantes para su admisión, determinar y reglamentar las operaciones que realicen los agentes y sociedades de bolsa, asegurar la veracidad y registro de las operaciones, asegurar márgenes de garantía y la liquidación de las operaciones. Para que los mercados de valores sean adheridos a una bolsa de comercio deben tener la autorización del Poder Ejecutivo Nacional (PEN), el marco regulatorio para su funcionamiento es; la LOP, Dto. No 677/01, Ley de Mercado de Valores, Reglamentos Internos y Operativos y Circulares Reglamentarias (CNV, 2007:4).

Los inversores realizan un papel primordial en el mercado de capitales, es la fuente de recursos para la obtención de fondos de los diferentes emisores, para el caso de Argentina los potenciales inversores deben decidir en cual tipo de mercado desean invertir, pueden decidir poner sus recursos en los Mercado de Valores o en el Mercado Abierto Electrónico, una vez definido esto, debe elegir el intermediario, puede ser agentes o bolsas de comercio o en el caso de los mercados autorregulados, contactar con agentes del MAE. El siguiente paso es ir donde el intermediador con su documento de identidad y abrir una cuenta con el registro de su firma, con el asesoramiento del intermediario debe decidir en qué valores desea invertir de acuerdo a su perfil de riesgo, una vez decidida la inversión, debe dirigir la orden de compra o de venta a su agente para ejecutarla y concertar la operación, transcurrido el plazo de liquidación el intermediario debe haber realizado la operación del comitente (CNV, 2007:20).

2. PYMES en el mercado de valores

Argentina posee una serie de políticas a favor a generar alternativas de financiamiento para el sector de las PYMES, para 1993 según el Decreto No 1087/93 (1993:1) las personas que puedan ser consideradas pequeñas y medianas empresas, serán automáticamente autorizadas a realizar la oferta pública de títulos valores, previo registro ante la Comisión Nacional de Valores, la emisión de las PYMES será colocada en bolsas de comercio con mercado de valores adheridos o en entidades autorreguladas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores. Las emisiones efectuadas por el segmento mencionado gozarán de beneficios impositivos, como la exención de impuestos al valor agregado, exención de impuestos en la ganancia de compra y venta de este tipo de títulos y la exención a las ganancias por intereses, los títulos valores emitidos solo podrán ser adquiridos por inversores calificados (CNV, 2007:15).

El proceso para el ingreso de las PYMES en el mercado de valores, tendría que ir mejorando, con el fin de desarrollar una normativa que permita el financiamiento de este sector de una manera rápida y con un menor costo en comparación con el sistema de intermediación bancario. Para el 2007 bajo el Decreto No 677/01, se estableció un nuevo régimen, el objetivo era incluir un mayor número de emisores, para enfocar el segmento económico como PYME se estableció un monto máximo de ventas anuales, excluido el impuesto al valor agregado, para el sector de la Industria y Minería el monto máximo de ventas anuales, actualmente, son consideradas PYMES del sector industrial las empresas cuyas ventas no excedan los 430.000.000 de pesos anuales (CNV, 2007:4).

Dentro de los beneficios establecidos en el 2001 bajo el decreto No 677, las acciones emitidas por las PYMES no deben abonar ningún tipo de aporte bajo el concepto de tasa de fiscalización por control societario, adicional al realizar la oferta pública de las acciones no tienen la obligación de constituir un Comité de Auditoría. La información contable periódica se realizará anualmente, se presentará los Estados Financiero con dictamen de un contador independiente y trimestralmente un estado de movimiento de fondos y el estado de situación patrimonial (CNV, 2007:4).

En la actualidad las acciones que las PYMES emitan serán reguladas por la resolución general 582/2010 de la Comisión Nacional de Valores, resolución que dicta el nivel de ventas que debe tener una empresa para ser considerada como PYME, adicional según el decreto No 319/2008 Art. 2 se modifica de la ley expedida en 1993, sobre los requisitos para la aprobación de la oferta pública, el cual establece que, el monto en circulación de acciones no deberá exceder los 15.000.000 de pesos, los cuales serán negociados en el ámbito de Bolsas de Comercio con Mercado de Valores adheridos o de entidades autorreguladas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores (CNV).

De acuerdo a la Resolución de Consejo No 2/2002 Art. 3, las compañías deberán presentar la siguiente información, para poder cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) (BCBA, 2002:4);

- Copia del estatuto actualizado con las constancias de la inscripción registrales.
- Constancia del registro de la emisora en la Comisión Nacional de Valores
- Nombres de los miembros del directorio, del órgano de fiscalización y del contador dictaminante.
- Información contable
- Características de la emisión.

La PYME debe presentar la siguiente información inicial a la BCBA; Los últimos estados contables anuales, en caso de haber transcurrido un semestre desde la fecha de cierre del año fiscal, se deberá presentar el informe trimestral en el cual contenga un estado de los movimientos de fondos, un cuadro de estructura patrimonial, y estado de resultados. La información contable periódica es parte de los requisitos, según la Resolución del Consejo No 2/2002, dentro de los 70 días desde el cierre de ejercicio se debe presentar los Estados Contables conforme a las Normas de la Comisión Nacional de Valores, acompañados por un informe del auditor y un informe del órgano de fiscalización (BCBA;2002:12), Aprobado los estados contables el directorio de la empresa debe proporcionar a la Bolsa dentro de veinticuatro horas la siguiente información:

- Resultado del ejercicio
- Detalle del patrimonio neto, discriminado por rubros y montos
- Distribución de dividendos
- Capitalización de ganancias

Dentro de 30 días finalizados cada período trimestral, se debe presentar un estado de movimientos de fondos, Balance General, Estado de Resultados. La documentación deberá estar firmada por el presidente de la compañía y con el informe del órgano de fiscalización (BCBA, 2002:12).

i. Obligaciones negociables PYMES

Las obligaciones negociables según la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), son títulos privados que representan una obligación para quien los emite hacia los tenedores, los cuales son acreedores con derecho a la restitución del capital invertido más una tasa de interés, convenido en un periodo determinado (CNV, 2007:2). La definición del precio de la obligación negociable puede ser; a precio fijo, es decir establecida por el emisor, o Book Building, se genera el precio a partir de la formación de las manifestaciones de interés o subasta holandesa (CNV, 2007:4). El monto máximo de una emisión de Obligaciones Negociables (ON) es de 15.000.000 de pesos, se puede colocar de manera sucesivas parciales en un plazo máximo de dos años.

La emisión de este tipo de instrumentos las PYMES, deben cumplir los requisitos establecidos en el régimen simplificado de oferta pública y listado. La siguiente información inicial a presentar es, una Copia del acta de la asamblea solicitando la cotización de las ON, Información Contable, Declaración Juramentada con el plan de afectación de fondos. Para su autorización se debe presentar un acta de emisión en la cual contenga; el objeto social de la emisora, el capital social y patrimonio, deudas contraídas de la emisora, garantías, condiciones de amortización, tipo y plazo de pagos de intereses. Los documentos a presentar a las bolsas de comercio son; el prospecto, garantías de la emisión, número de títulos valores y declaración juramentada que conste la condición de la sociedad como PYME (BCR, 2012:6).

La información que debe contener el prospecto es; La descripción de la emisora, es decir información referente a domicilio, denominación social, actividades y miembros de la empresa, entre otros. Las condiciones de la emisión deben también estar en el prospecto, debe contener el monto a emitir, régimen de amortización, intereses, garantías, compromisos especiales asumidos, representación de las obligaciones, forma de colocación, precio, destino de los fondos, entre otros. Con respecto a la información contable, este debe contener; Estados contables del último ejercicio, Ingresos obtenidos, Resultados Operativos, Resultado Neto, Activos, Pasivos, Patrimonio Neto (BCR, 2012:8).

Una vez recopilada la información mencionada, la bolsa de comercio autoriza su emisión y comunicará a la Comisión Nacional de Valores, remitiendo una copia del prospecto y la documentación que solicite el ente regulador, el proceso de emisión de las Obligaciones Negociables, dura alrededor de cuarenta y cinco días hasta su aprobación. Una vez realizada la emisión, la PYME debe presentar información contable periódica, la información debe ser presentada trimestralmente y debe contener; Estados contables correspondientes al último ejercicio, Estructura patrimonial (activo y pasivo corriente, no corriente, patrimonio neto) y Estructura de resultados (resultado operativo, resultados financieros, resultado neto) (BCR, 2012:14).

ii. Cheques de pago diferidos CPD

El sistema de cheques de pagos diferidos para el caso de Argentina, son órdenes de pago libradas a una fecha determinada, posterior a la fecha de libramiento, contra una entidad autorizada, el plazo máximo para la emisión de un cheque es hasta los treientos sesenta días (CNV, 2007:2). Las modalidades de negociación de este tipo de instrumentos son: Patrocinados, esta modalidad permite la emisión de CPDs propios de la PYME, estos cheques solo pueden emitirse con el fin de pagar facturas a proveedores. Otra de las modalidades es cheques Avalados, para este tipo de sistema los CPD deben tener el aval de una sociedad de garantía recíproca (SGR) o de una institución financiera que certifique la seguridad del cobro al cumplir con la fecha de vencimiento (CNV, 2007:2). Las PYMES deben entregar los cheques diferidos a las SGR con el fin de obtener el aval, una vez entregados, estos son negociados en el mercado, en el caso de tener dificultades para el cobro del cheque, es la SGR quien debe respaldar el pago, abonando el monto comprometido (BCBA, 2015/07/25).

Para poder negociar los CPD bajo el sistema de cheques patrocinados, las sociedades comerciales, asociaciones civiles, es decir los libradores, deben solicitar la autorización para cotizar cheques a favor de terceros y deben cumplir con los siguientes requisitos (BCBA, 2003:2):

- Los importes de los cheques no deben ser inferiores a \$ 1.000 pesos
- Deben ser endosados por el beneficiario a favor de la Caja de Valores S.A. y depositados en la misma por un Agente o Sociedad de Bolsa

Para poder cotizar este tipo de títulos en caso de no tener la autorización para cotizar títulos valores, deberán presentar la siguiente información; Indicación de domicilio, nómina de los administradores, estados contables anuales auditados correspondiente al último ejercicio, copia del acta de reunión de los administradores en el cual conste la solicitud de cotizar los cheques, indicación del monto máximo estimado a negociar y el fin de los recursos captados, fórmula de pago o flujo de fondos proyectados firmado por el representante legal, monto acumulado por compras de insumos y saldo de cuentas por pagar (BCBA;2003:2). En cuanto a la información periódica, cerrado cada trimestre del ejercicio económico, las empresas que negocian CPD, deberán actualizar la fórmula de pago o flujo de fondos proyectados y el patrimonio neto registrado. Una vez autorizada la cotización, la bolsa notificará a la emisora y efectuará la publicación correspondiente. El monto máximo de emisión de los CPD, deberá ser igual al 25% de las compras anualizadas de insumos y el saldo de cuentas por pagar, según las cifras registradas en el último estado contable presentado, sin que el valor a cotizar de los CPD supere el 50% del patrimonio neto (BCBA, 2003:3).

Para el caso de cotización de cheques avalados, según el Art. 8 de la resolución Nro. 15.485 las PYMES deberán negociar los CPD propios o los que reciben de terceros, por medio de una “Sociedad de Garantía Recíproca” (SGR), la PYME deberá asociarse a esta y convertirse en socio partícipe. Las Sociedades de Garantía Recíproca, según el Ministerio de Industria Argentino, son sociedades comerciales cuyo objetivo es facilitar el acceso a crédito de las PYME, por medio de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones, bajo la Ley 24.467 las SGR podrán brindar asesoramiento técnico,

económico y financiero a sus socios a través de un tercero contratado. Es importante mencionar que este tipo de instituciones no podrán asignar a un mismo socio garantías que superen el 5% del total de montos garantizados por la sociedad. Adicional su estructura corporativa será, según el Art. 37 de la Ley 24.467 dos tipos de socios; Socios partícipes, constituidos únicamente por las pequeñas y medianas empresas que suscriban acciones. El segundo tipo, son los socios protectores, estos son todas aquellas personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que realicen aportes al capital social y al fondo de riesgo, la sociedad deberá constar con un mínimo de ciento veinte participantes durante los primeros cinco años. Para el caso del fondo de riesgo el Art. 46 de la misma ley será constituido por la SGR, en el cual constará de; Las asignaciones de los resultados de la sociedad aprobados por la asamblea, las recuperaciones de las sumas que hubiese pagado la sociedad en el cumplimiento de garantías, el valor de las acciones no reembolsadas a los socios excluidos, el rendimiento financiero que provenga de la inversión del propio fondo y los aportes de los socios protectores.

Por medio del fondo de riesgo las SGR podrán respaldar las garantías para cotizar los CPD a favor de los socios partícipes y deberán presentar una autorización a la bolsa de comercio o mercado de valores. Las SGR también deben presentar información mencionada en el sistema de negociación de cheques patrocinados, el importe máximo de cheques avalados por las SGR no podrá exceder el 80% del Fondo de Riesgo, adicional deberán presentar información periódica transcurridos diez días de cada trimestre del ejercicio económico, en el cual conste cualquier variación del fondo de riesgo superior al 10%(BCBA, 2003:5).

Para que la PYME pueda obtener un aval, debe asociarse a una SGR en la cual deberá presentar documentación que requiera la institución, en este punto la información a presentar es; Razón social, integrantes de la administración de la PYME, antigüedad, Estados Contables, Situación impositiva, Facturación Anual, Destino de los recursos, Plazo, monto total de CPD. La SGR realiza un análisis del proyecto de financiación. La PYME debe suscribir acciones de la SGR para asociarse, una vez asociado recibe el aval de la Sociedad de Garantía Recíproca.

Como se puede observar estos dos tipo de emisión de CPD, permiten a las PYMES manejar de una mejor manera su capital de trabajo y liquidez, dentro de los beneficios para los socios protectores, sus aportes al capital social y al fondo de riesgo, son deducibles de utilidades imponibles, para la exención del impuesto a las ganancias, solo será aplicable este beneficio en el caso de que los aportes permanezcan al menos dos años y si se otorguen garantías como mínimo, el 80% del aporte durante el periodo mencionado, es un incentivo para la atracción de capital y su inversión en el largo plazo, adicional los socios protectores pueden beneficiarse de los intereses del capital invertido en el fondo de riesgo (Rassiga, 2000:2)

iii. Fideicomiso financiero

El fideicomiso es una herramienta de financiamiento versátil, que permite el financiamiento de forma conjunto o individual de las PYME, estas pueden obtener fondos separando activos de sus balances otorgándolos a un administrador en propiedad fiduciaria, es una herramienta de gran ayuda para la

pequeña y mediana empresa debido a la capacidad del instrumento, en adaptarse a las necesidades del fiduciante, según el Art. 1 de la ley 24.441, se realizará fideicomiso cuando el fiduciante transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados al fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición, al beneficiario.

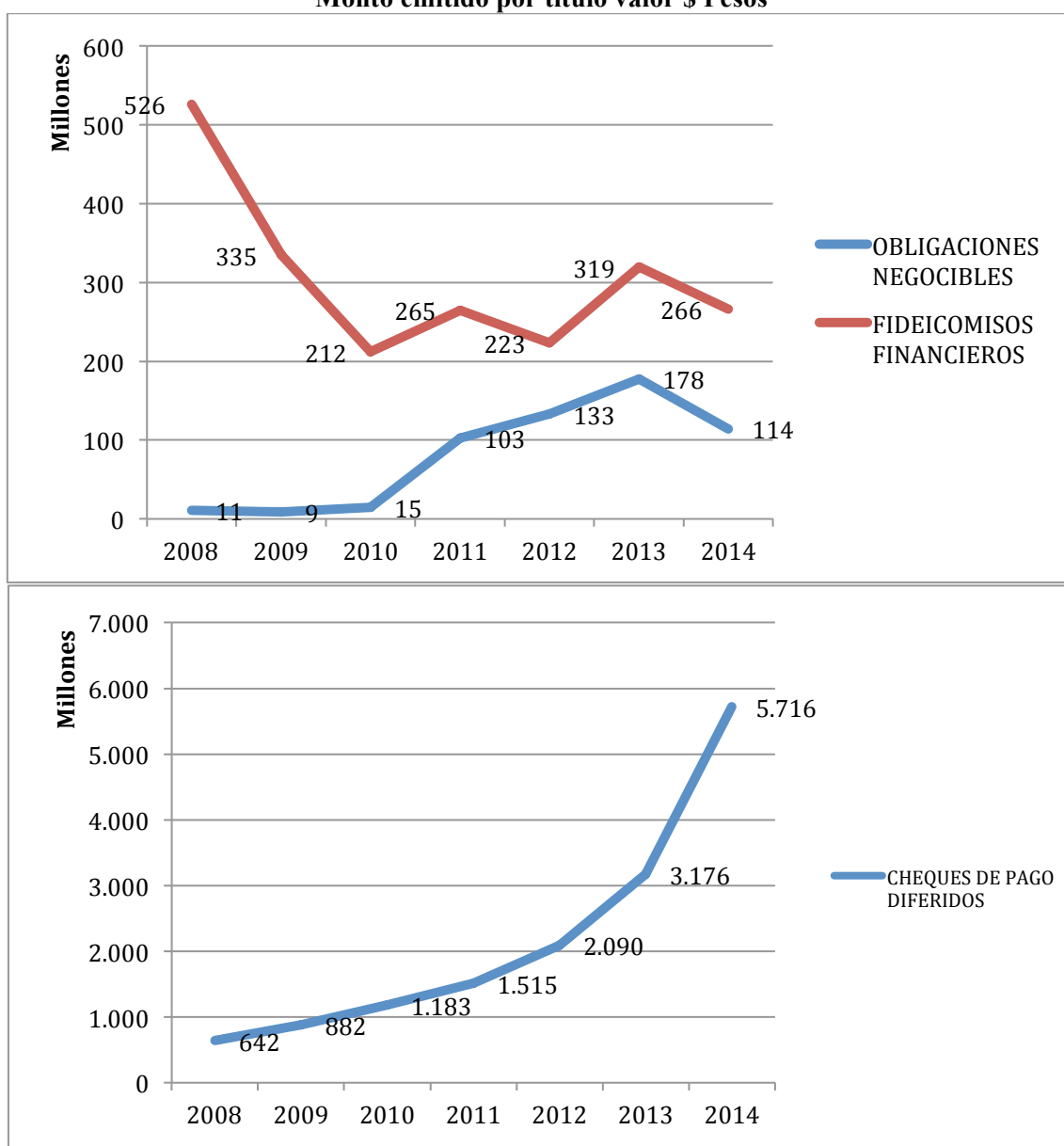
Según la ley de fideicomisos 24.441, los participantes en el proceso de titularización son; el Fiduciante, el cual transmite los bienes o derechos que conforman el patrimonio autónomo al fiduciario, el fiduciario es la entidad financiera autorizada del manejo y cumplimiento de los objetivos del fideicomiso, el tercer participante es el fideicomisario, es quien recibe los beneficios de la titularización o los bienes, al finalizar el plazo o condiciones del contrato (CNV, 2007:4). El patrimonio del fideicomiso puede estar compuesto bienes existentes o futuros, siempre que estos sean transferibles, pueden ser acciones, obligaciones negociables, cuota o partes de fondos comunes, pagarés, letras de cambio, cheques, facturas de crédito, créditos personales, contratos leasing derechos de cobro y cupones de tarjetas de crédito, los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones asumidas para la ejecución del fideicomiso, estas obligaciones serán satisfechas con los bienes fideicomitados (CNV, 2007:5)

Una vez constituido el patrimonio del fideicomiso, según el Art. 21 de la ley 24.441 el fiduciario será el encargado de la emisión de los títulos valores y deberán constar con un prospecto en el que mencione las condiciones de la emisión, también las enunciaciones necesarias para identificar el fideicomiso al que pertenece y la descripción de los derechos que confiere. En el contrato de fideicomiso deberá contener; la individualización de los bienes, la determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso, el plazo o condiciones a que se sujeta el dominio fiduciario, el destino de los bienes a la finalización del fideicomiso y los derechos y obligaciones del fiduciario. (Ley 24.441, Art. 4). Una vez presentado los requisitos bajo el Régimen Especial para PYMES, la emisión de este tipo de títulos será únicamente para inversores calificados estos son; el Estado Nacional, Sociedades de Responsabilidad Limitadas, Agentes de Bolsa, Fondos Comunes de inversión, personas físicas que posean un patrimonio neto superior a \$ 100.000 y administradoras de fondos de jubilación (CNV, 2007:8). Las emisiones de los bienes titularizados pueden ser certificados de participación o títulos representativos de deuda. Los valores representativos de deuda, constituyen un derecho de cobro generado por el fideicomiso, en cuanto los certificados de participación otorgan un derecho de propiedad sobre los activos del fideicomiso, una vez cancelado los compromisos asumidos por los valores representativos de deuda (CNV, 2007:5).

iv. Situación PYMES en el mercado de valores

Como se puede observar Argentina presenta algunas alternativas de financiamiento por medio del mercado de valores para las PYMES, su política de inclusión de este sector lo realiza por medio de la simplificación de trámites para la emisión de títulos valores, este factor hace que solo inversionistas calificados puedan obtener los instrumentos financieros emitidos por las PYMES. Es entonces momento de ver los resultados de la emisión de los diferentes títulos valores por parte de las pequeñas y medianas empresas argentinas.

Gráfico No 29
Monto emitido por título valor \$ Pesos



Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Elaborado por: André Mejía

Según datos proporcionados por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el total financiado en el mercado de valores durante el año 2014 haciende a los 6.097 millones de pesos, un crecimiento con respecto al 2013 del 66%, se puede evidenciar que el título valor más utilizado por las PYMES son los Cheques de pago diferidos, esto se debe a las facilidades en el proceso de emisión, en promedio este tipo de título valor ha tenido un crecimiento durante el 2008 al 2014 del 45%, con un significativo crecimiento del 88% para el 2014, le sigue los fideicomisos financieros, con un monto 266 millones de pesos, con un decrecimiento en comparación con 2013 del 17% y por último se encuentran las obligaciones negociables dado el proceso de emisión más complejo para la PYME, este título valor registra en el 2014 un monto de 114 millones de pesos, en promedio durante el periodo analizado existe un crecimiento en el nivel de financiamiento de las PYMES en el mercado de valores del 33%.

Las Obligaciones Negociables poseen un menor costo financiero para las PYMES respecto a otras alternativas en el sistema bancario y la posibilidad de estructurar la emisión acorde a los flujos y necesidades de la empresa, para este último las negociaciones en el mercado de valores han tenido un crecimiento promedio durante el periodo 2008 al 2014 del 112%, a pesar de ser uno de los recursos de menor utilización por parte de las PYMES, esto se debe a la evolución de las pequeñas y medianas empresas en su desenvolvimiento en el mercado de valores.

Al haber analizado los casos internacionales, se puede observar que tanto en el caso chileno como el de Alemania, las negociaciones de los títulos valores se vieron afectados por la crisis financiera del 2008, en ambas bolsas de valores se registra una caída en el nivel de negociaciones de títulos valores de las PYMES, dado que el mercado bursátil es sensible a variaciones de riesgo por parte de los inversionistas, es difícil garantizar la sustentabilidad de los instrumentos financieros negociados por las pequeñas y medianas empresas, la alta incertidumbre ante factores exógenos como el precio de las materias primas y la inestabilidad económica de Europa, disminuye la inclusión de nuevos emisores.

Se puede concluir que Argentina es un buen ejemplo de políticas enfocadas hacia mejorar alternativas de financiamiento no tradicionales como el mercado de valores, los diferentes instrumentos vistos poseen la cualidad de adaptarse a las necesidades de las PYMES, adicional constan con instituciones encargadas de asesorar a este segmento económico para su incursión en el mercado bursátil como es el caso de la CAFIDAP, institución encargada de mejorar la utilización de fideicomisos (CAFIDAP,2015), el mismo escenario se observa en el caso de Chile existe instrumentos especializados para las PYMES como la securitización y un segmento de mercado “la Bolsa para Empresas Emergentes”. Los casos internacionales observados responden a una necesidad por encontrar alternativas en beneficio de sectores de importancia social y económica como es el caso de las PYMES, Alemania posee una planificación integral en beneficio de este sector, las políticas para garantizar un mercado de valores seguro para invertir, los segmentos con facilidades de ingreso para las pequeñas y medianas empresas y un mercado bursátil integrado con otros países de la unión europea, han promovido al mercado de valores como una forma de financiamiento para el sector económico mencionado.

Capítulo III: El sector industrial de las PYMES y el mercado de valores, alternativas de financiamiento del sector industrial

Análisis del sector industrial

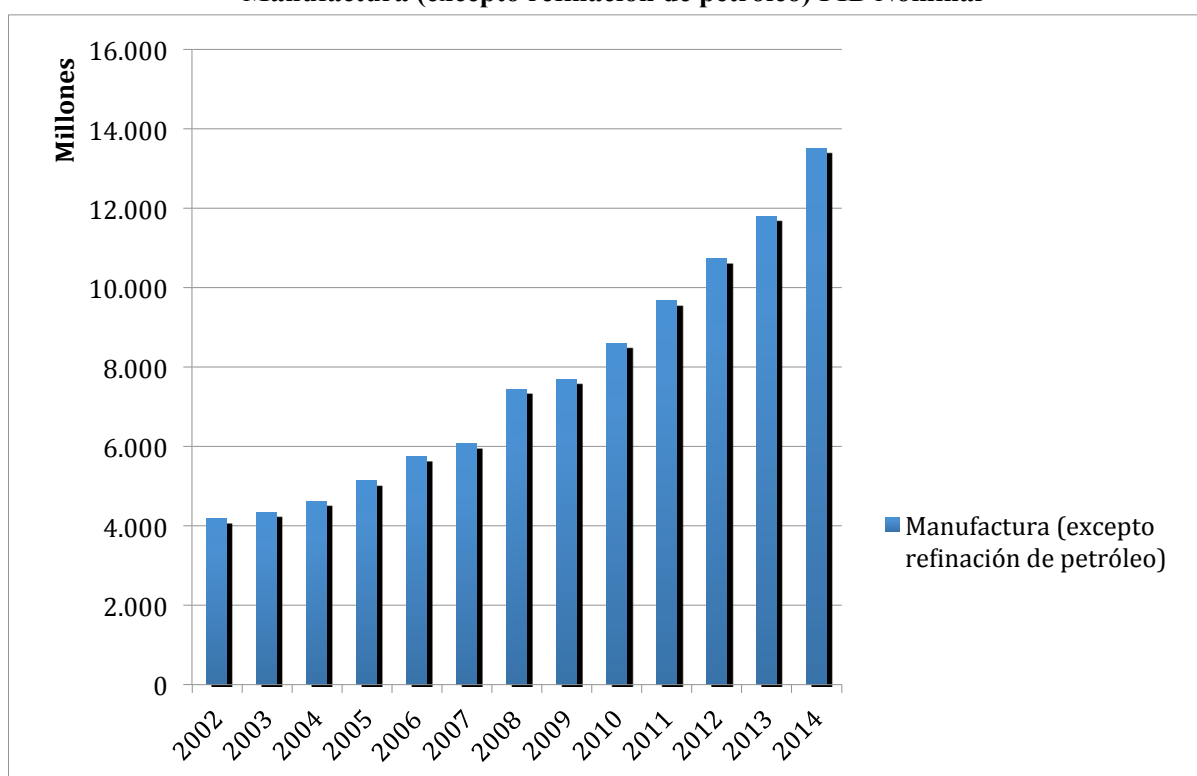
Una vez visto los casos internacionales en donde PYMES cotizan en bolsa, es necesario observar si las condiciones financieras del sector industrial de las PYMES y el proceso emisión del mercado de valores ecuatoriano permiten generar alternativas de financiamiento. El crecimiento del sector industrial es una de las metas establecidas por el Gobierno, de acuerdo con el Plan Nacional del Buen Vivir en su décimo objetivo se encuentra el “Impulsar la transformación de la matriz productiva”, con la generación de proyectos de innovación y financiamiento, dentro del objetivo número diez las metas a cumplir por el gobierno, son; incrementar la participación de exportaciones de productos con intensidad tecnológica, alta, media, baja y basados en recursos naturales en un 50%, adicional otra de las metas es el aumentar la participación de la industria manufacturera al 14.5% del PIB (SENPLADES, 2015:80), La transformación de la matriz productiva supone una interacción con la frontera científico – técnica, con la finalidad de promover una mejora en la estructura productiva. Para poder alcanzar este tipo de metas es necesario crear condiciones adecuadas, esto supone cambios en la estructura legal y fomentos económicos, adicional el cambio debe tomar en cuenta los participantes del sector, es por eso que una de las políticas del décimo objetivo es, “Fortalecer la economía popular y solidaria, las micro, pequeñas y medianas empresas en la estructura productiva” (SENPLADES, 2015:81).

Las PYMES industriales en Latinoamérica se concentran, sobre todo, en sectores intensivos en mano de obra, con bajas economías de escala y orientados en general al mercado interno. En la región, es posible identificar tres patrones de especialización según las dimensiones del país: 1) en los países de mayor peso económico —Argentina, Brasil y México—, las PYMES industriales presentan un mayor peso relativo en las ramas metalmecánicas y electrónicas; 2) en los países de tamaño económico intermedio —Chile, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela— se registra una mayor orientación de las PYMES hacia sectores de alimentos y productos químicos y plásticos; 3) en los países pequeños —Costa Rica, Nicaragua y Uruguay—, en cambio, se observa una presencia abrumadora de la industria de alimentos en la producción de las PYMES (Peres y Stumpo, 2002:102).

a) Situación económica del sector industrial

Es necesario entonces analizar la participación del sector industrial en la economía. Se pretende observar, el crecimiento productivo del sector industrial, personal ocupado y el número de compañías que existen en el Ecuador, con la finalidad de determinar las condiciones económicas en las que se encuentra el sector.

Gráfico No 30
Manufactura (excepto refinación de petróleo) PIB Nominal

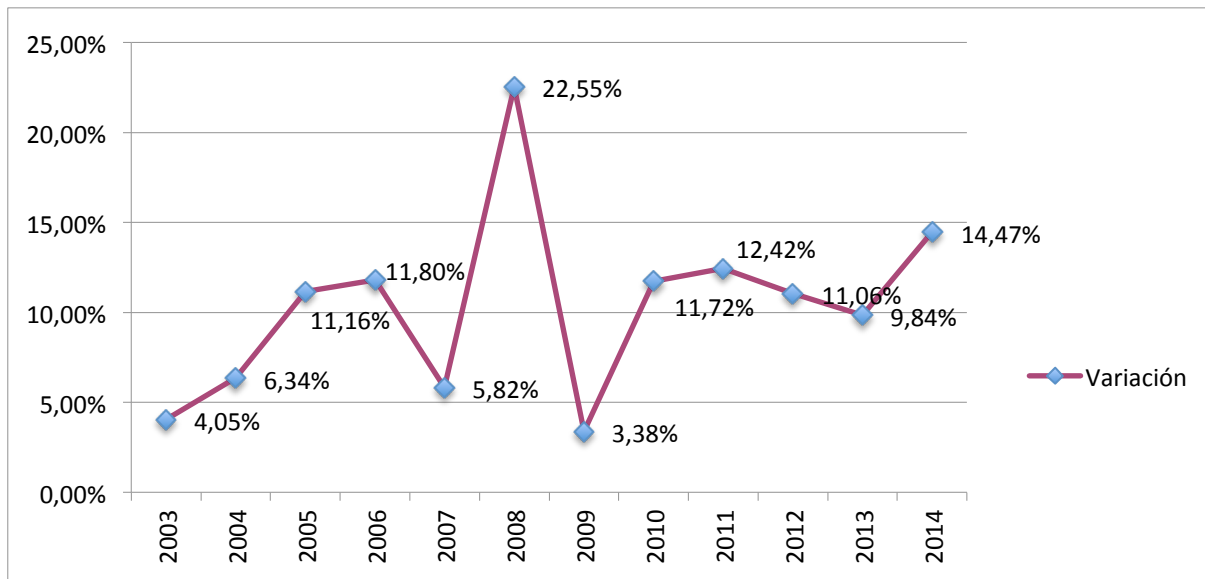


Fuente: Bancos Central del Ecuador (BCE)

Elaborado por: André Mejía

El gráfico No 30, muestra la evolución de la producción del sector industrial, para el 2014 el PIB manufacturero termina en USD 13.503 millones en comparación con el año anterior, existe un crecimiento del 14,47%, dentro de la políticas que han permitido el crecimiento de este sector se encuentran, la exención de aranceles para importaciones de materias primas y de bienes de capital, políticas industriales en búsqueda de la mejora competitiva con recursos públicos, mejoras en capacitación, innovación, adaptación tecnológica, financiamiento, a esto se le debe sumar inversión en infraestructura como carreteras, aeropuertos y puertos, adicional el incremento de la micro, pequeña y mediana empresas en las compras públicas. Otro de los incentivos promovidos por el Gobierno es la exoneración de impuestos a la Renta en el caso de reinvertir los recursos en activos productivos, la exoneración de impuestos para las actividades de energía renovable y la deducción de impuestos a la renta en nuevos puestos de trabajo (CSP, 2013:113). La tendencia observada en el gráfico No 30 nos muestra una perspectiva creciente en el sector manufacturero, pero para observar de una mejor manera la variación en el tiempo de su producción es necesario el siguiente gráfico.

Gráfico No 31
Variación PIB Nominal Manufacturero

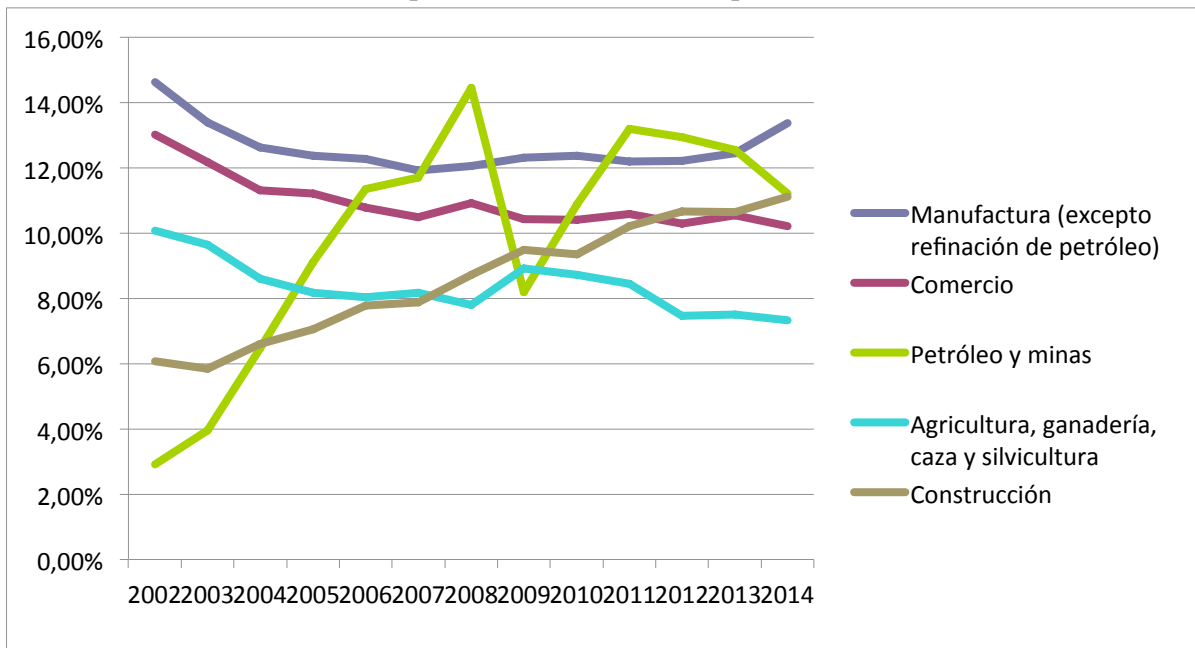


Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: André Mejía

En el gráfico No 31 se puede observar una constante variación en el crecimiento de la producción manufacturera ecuatoriana, durante el periodo analizado el promedio de crecimiento del sector mencionado haciende al 12,21%, es claro que el mayor crecimiento del sector industrial fue en el 2008 ascendiendo a un 22,5%, para pasar en el 2009 a su punto más bajo con un aumento del 3,38%, es importante mencionar que no solo el sector manufacturero sufrió las consecuencias de la crisis del 2008 varios sectores económicos fueron también afectados como el sector petrolero, comercial y financiero, a pesar de este acontecimiento, el sector industrial logra recuperarse, no a niveles como el 2008 pero sigue en crecimiento constante. Adicional al análisis realizado, es necesario observar la participación del sector industrial en el PIB nacional, con la finalidad de identificar su importancia en la economía ecuatoriana.

Gráfico No 32
Participación en el PIB nominal por industria

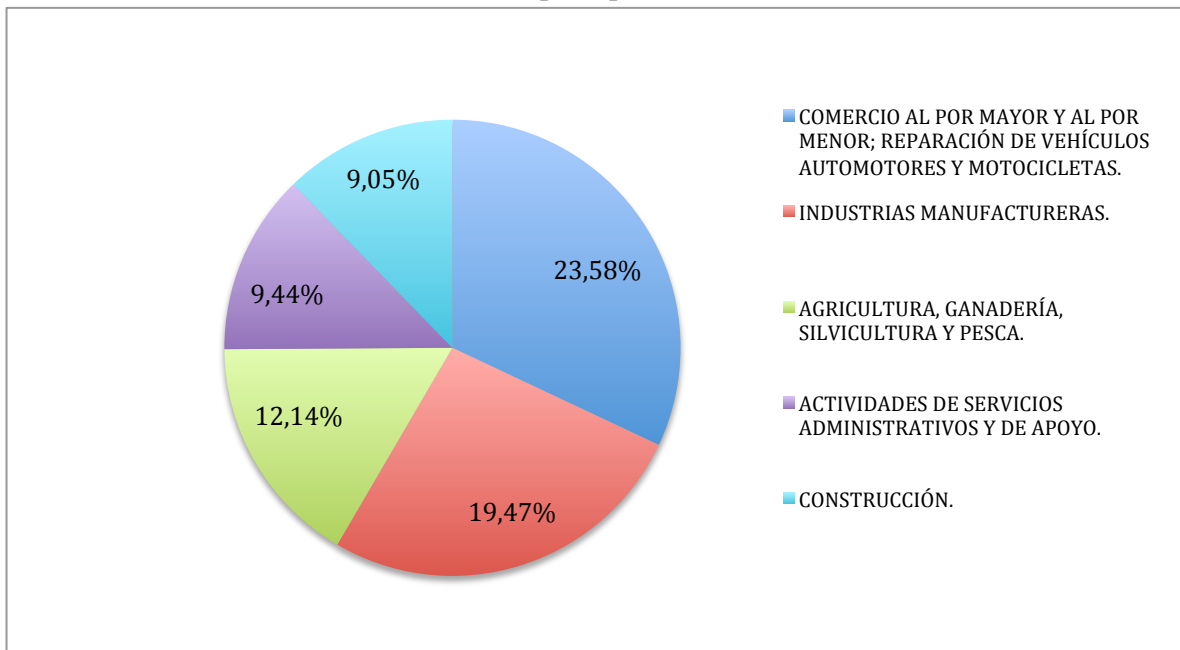


Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: André Mejía

En el gráfico No 32 se puede observar los cinco sectores más representativos de la economía ecuatoriana, juntos para el 2014 representan el 53,25% del PIB, es importante observar la volatilidad del sector de Minas y Petróleo, estas fluctuaciones se deben a efectos exógenos como los cambios en el precio del petróleo y eventos endógenos como son, el cambio en las políticas sobre la participación del estado en la explotación de recursos naturales. El sector manufacturero es uno de los más representativos del PIB, para el 2014 su participación haciende al 13,38%, otro de los sectores que ha tenido un crecimiento considerable es la construcción, para el 2012 el sector se ubica en la tercera posición, con un porcentaje de participación en el PIB del 10,67%, hasta terminar en el 2014 en 11,13%, una de las causas de este significativo crecimiento, es la facilidad del acceso a crédito por medio del BIESS, institución con una participación importante en la cartera de crédito hipotecaria, por otro lado el sector comercial a pesar de haber tenido una gran participación durante el 2002 hasta el 2006 (11,70%), su participación ha venido deteriorándose, debido al enfoque del Gobierno en políticas proteccionistas y el cambio de la matriz productiva. Se puede decir que el sector manufacturero es uno de los más importantes en la economía ecuatoriana, pero no solo el nivel de producción es concluyente en esta afirmación, el número de compañías y su capacidad de absorción de empleo acentuarán su importancia.

Gráfico No 33
Personal ocupado por actividad 2013

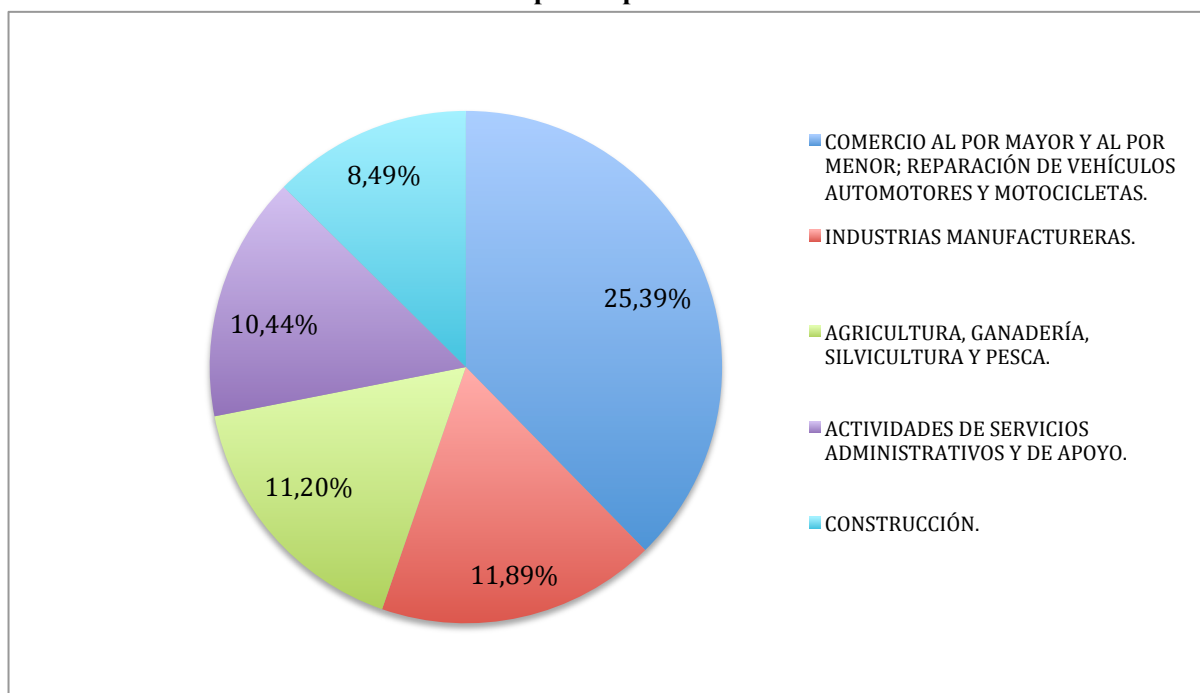


Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: André Mejía

En el gráfico No 33 se puede observar los cinco sectores que absorben la mayor cantidad de empleo, existe una significativa diferencia entre las actividades económicas, de acuerdo con los datos proporcionados por la Superintendencia de Compañías, el 23,58% del personal ocupado se encuentra en el sector comercial con un número de 253.431 empleados, sigue el sector manufacturero, con el 19,47% con un valor de 209.255 empleados. En el primer caso, el sector comercial es consecuencia de un gran número de compañías, en el caso del sector industrial se debe al proceso productivo intensivo en mano de obra (Peres y Estumpo;2002:102). Los cinco sectores mencionados en el gráfico No 33, abarcan el 73,67% del personal ocupado a nivel nacional, adicional es importante ver la cantidad de empresas del sector industrial existentes en la economía ecuatoriana.

Gráfico No 34
Número Compañías por Actividad 2013



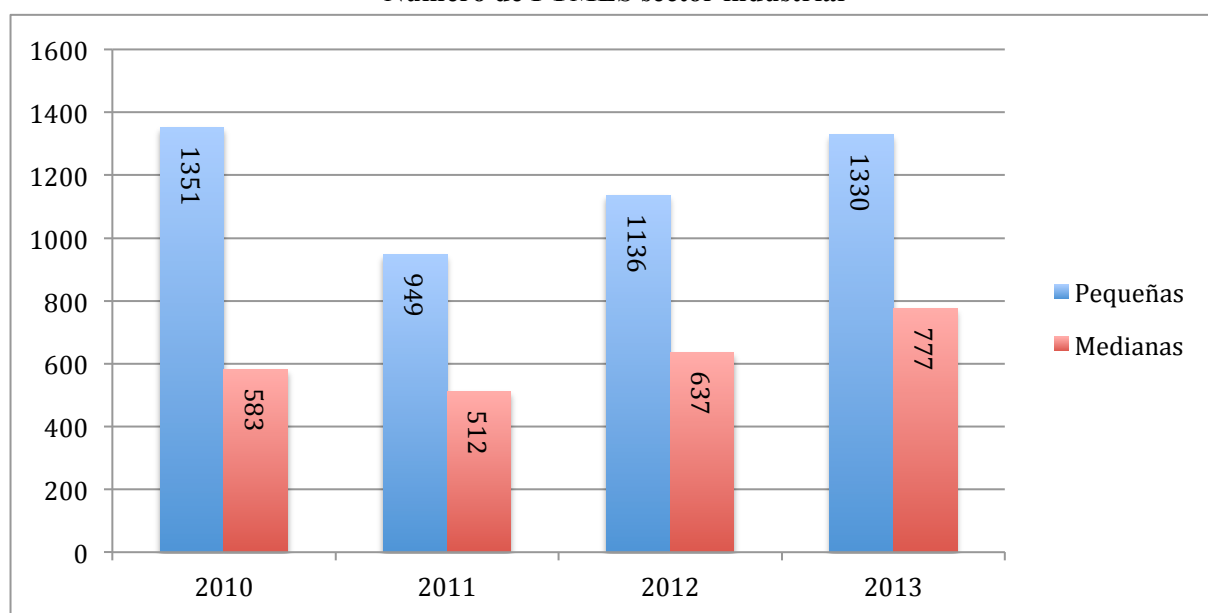
Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: André Mejía

En el gráfico No 34 se encuentra los cinco sectores con mayor número de compañías, entre las actividades económicas, se encuentra liderando el comercio con el 25,39% del total de empresas registradas en la Superintendencia de Compañías y Valores con un número de 12.445 compañías, lo cual tiene impacto en el personal ocupado por esta actividad económica, le sigue el sector manufacturero, con el 11,89% y con un número de empresas de 5.829, por último se encuentran el sector agrícola, ganadero, silvicultura y pesca, actividades de servicios administrativo y la construcción, estos cinco sectores juntos suman el 67,40% del total de empresas registradas en el Ecuador de acuerdo a los datos de la Superintendencia de Compañías y Valores.

Una vez visto de manera general el sector industrial y su evolución en la economía ecuatoriana, es momento de enfocarnos en las PYMES de este sector, comenzaremos observando la cantidad de pequeñas y medianas empresas que se encuentran en él.

Gráfico No 35
Número de PYMES sector industrial



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: André Mejía

De acuerdo a los datos proporcionados por la Superintendencia de Compañías para el 2013 las PYMES del sector industrial crecieron en comparación con el 2012 en un 18,84%, registrando 1330 pequeñas y 777 medianas empresas, en el sector industrial en total se registran 3.907 empresas de las cuales el 53,93% son PYMES, el 32,48% corresponde a Microempresas y el 13,59% corresponde a grandes empresas. El número existente de PYMES en el mercado puede llegar a ser volátil, debido a dificultades que enfrentan, en cuanto a la liquidez de la empresa, capacidad de afrontar menores ingresos o mayores costos, consecuencias de variaciones macroeconómicas o políticas del gobierno, es por eso que las condiciones económicas en las que se desenvuelven las PYMES tienen gran impacto en su funcionamiento en el largo plazo (OCDE, 2013:60).

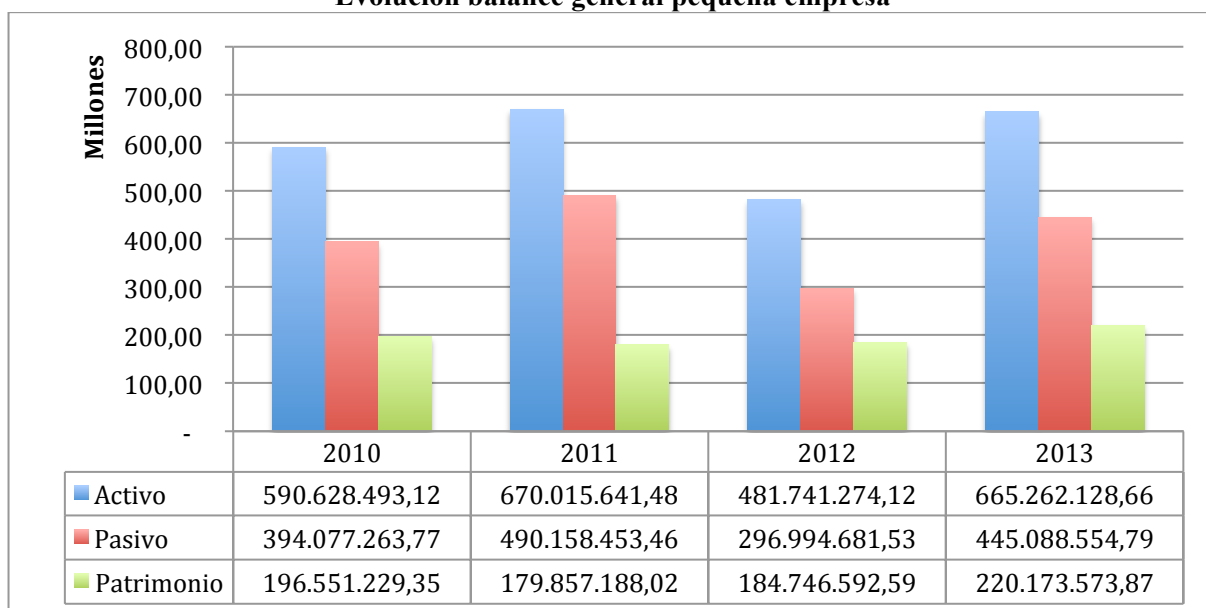
b) Situación financiera del sector industrial

1. Situación financiera pequeña industria

Con la finalidad de evidenciar la situación financiera que presentan las PYMES del sector industrial, es necesario observar por medio de indicadores financieros los resultados obtenidos durante el 2010 al 2013 de las pequeñas y medianas empresas del sector industrial, para esto se tomará los estados financieros presentados por las empresas a la Superintendencia de Compañías, la metodología a utilizar se lo puede visualizar en el Anexo B.

Empezaremos analizando la evolución del balance general de las PYMES del sector industrial, desde el 2010 hasta el 2013.

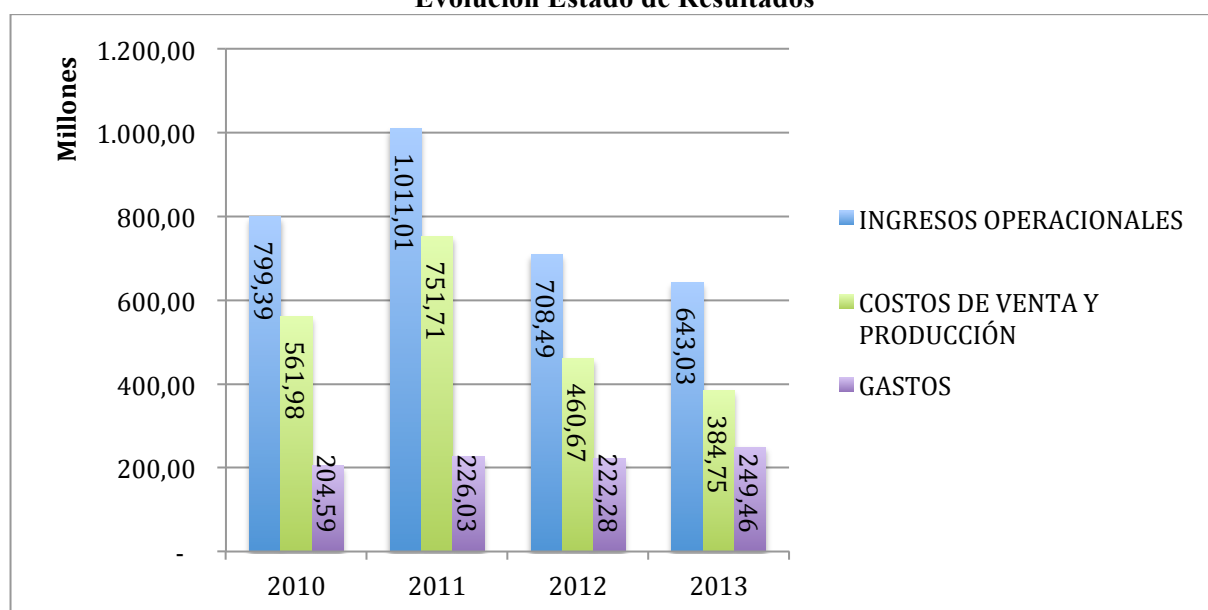
Gráfico No 36
Evolución balance general pequeña empresa



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

Se puede observar en el gráfico No 36, la evolución del activo, pasivo y patrimonio de las pequeñas empresas del sector industrial, el año de mayor crecimiento del activo de la pequeña empresa fue el 2011, con un monto de USD 670 millones, un crecimiento del 13% comparado con el 2010, para el caso del 2013 el crecimiento fue del 38% comparado con el 2012, registrando un monto de USD 665 millones de los cuales la mayor representación está dentro del activo corriente con un porcentaje del 53,04%. Respecto a la evolución del pasivo en el 2011 se detecta el mayor crecimiento durante el periodo analizado, con un monto de USD 490 millones y un crecimiento respecto al 2010 del 24%, para el 2013, el crecimiento en el pasivo de las pequeñas empresas del sector industrial fue del 50% con respecto al 2012, registrando un valor de USD 445 millones, la cuenta de mayor representación es el pasivo corriente, con una participación del 55,30%, dentro de la cual las cuentas por pagar de las pequeñas empresas representan el 24% del total del pasivo. En cuanto al patrimonio el mayor crecimiento registrado es en el 2013, con un monto de USD 220 millones y un crecimiento con relación al 2012 del 19%, la gran parte de este crecimiento se ve reflejado en los aportes de los socios o accionistas para futuras capitalizaciones, representa el 35% del total del patrimonio.

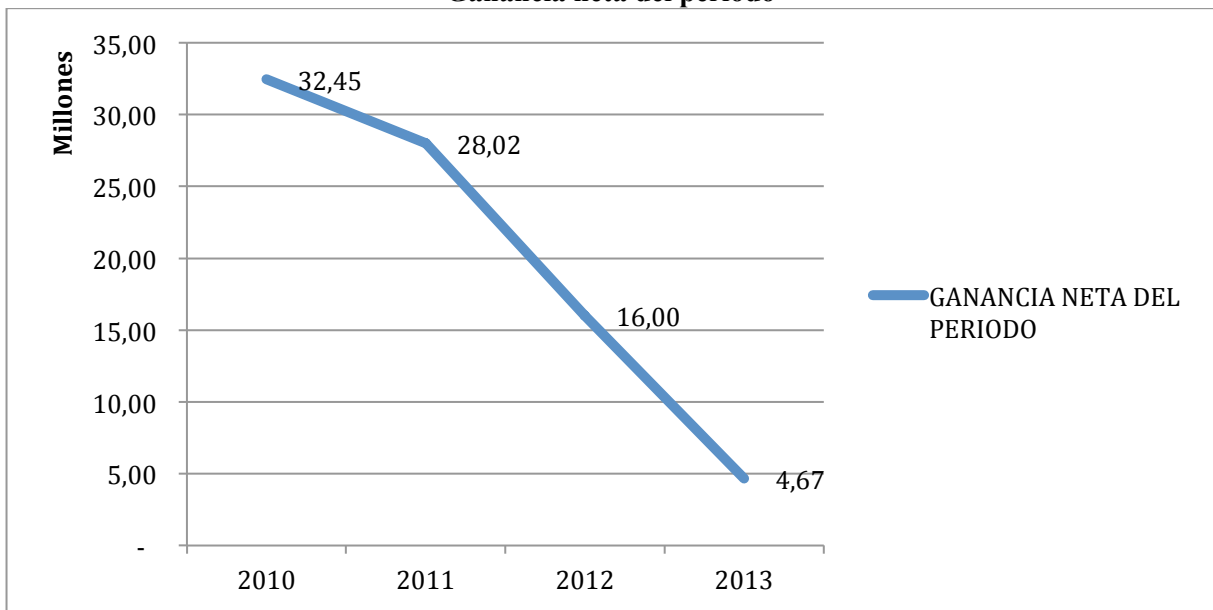
Gráfico No 37
Evolución Estado de Resultados



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

En el gráfico No 37, se puede observar la evolución de las principales cuentas del estado de resultados de las pequeñas empresas del sector industrial, para el 2011 los ingresos operacionales registraron su mayor crecimiento con un porcentaje 26% y un monto de USD 1.011 millones, para el 2013 los ingresos operacionales descienden con respecto al 2012 en un 9%, registrando un monto de USD 643 millones, una de las razones en este descenso de los ingresos de las pequeñas empresas del sector industrial se debe a una disminución en sus ventas en un 13,5%, estas representan el 81,08% del total de ingresos operacionales, es lógico que el aumento en los costos de venta y producción sean los mayores en el 2011, debido al significativo crecimiento en el nivel de ventas, el monto registrado en los costos de producción asciende a los USD 751 millones, con un crecimiento del 34% respecto al 2010, para el 2013 el costo de producción desciende en un 16% respecto al 2012, esta responde a un descenso en la utilización de materiales para producción en un 19%, a pesar de una disminución en los ingresos operacionales de la pequeña industria los gastos registran un aumento en el 2013, los gastos generales tienen un crecimiento del 12% respecto al 2012, registrando un monto de USD 249 millones.

Gráfico No 38
Ganancia neta del periodo



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

El gráfico No 38 nos muestra una crítica caída de las utilidades netas de las pequeñas empresas del sector industrial, su punto máximo lo alcanza en el 2010, con un monto de USD 32 millones, a pesar del crecimiento en el nivel de ventas en el 2011 la utilidad neta tuvo un descenso del 14%, pero es aún más crítica la situación para el año 2013, en donde presenta un descenso del 86% respecto al 2012, registrando un monto USD 4,67 millones, como se observó anteriormente esta disminución en parte se debe a los altos costos de producción y gastos, un análisis de los indicadores financieros nos ayudará a visualizar las debilidades y fortalezas financieras de las pequeñas empresas del sector industrial.

Cuadro No 1
Indicadores de Liquidez Pequeña Industria

Indicadores de Liquidez	2010	2011	2012	2013
Liquidez	1,47	1,22	1,41	1,43
Prueba ácida	1,00	0,76	0,95	0,98
Capital de trabajo	\$ 125.183.636	\$ 75.935.554	\$ 82.897.419	\$ 106.762.728

Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores
Elaborado por: André Mejía

Para realizar el análisis financiero de la pequeña empresa del sector industrial empezaremos por los indicadores de liquidez, durante el periodo 2010 al 2013. El indicador de liquidez realiza una relación entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente, al observar los resultados de esta relación, para el 2010 se obtiene un valor de USD 1,47, lo cual nos demuestra que, por cada dólar de deuda a corto plazo la pequeña industria cuenta con USD 1,47 de activos líquidos para afrontarlo, para el 2011 este indicador tiene un decrecimiento del 17,29%, obteniendo un valor de USD 1,22, para el 2012 y 2013 cambia

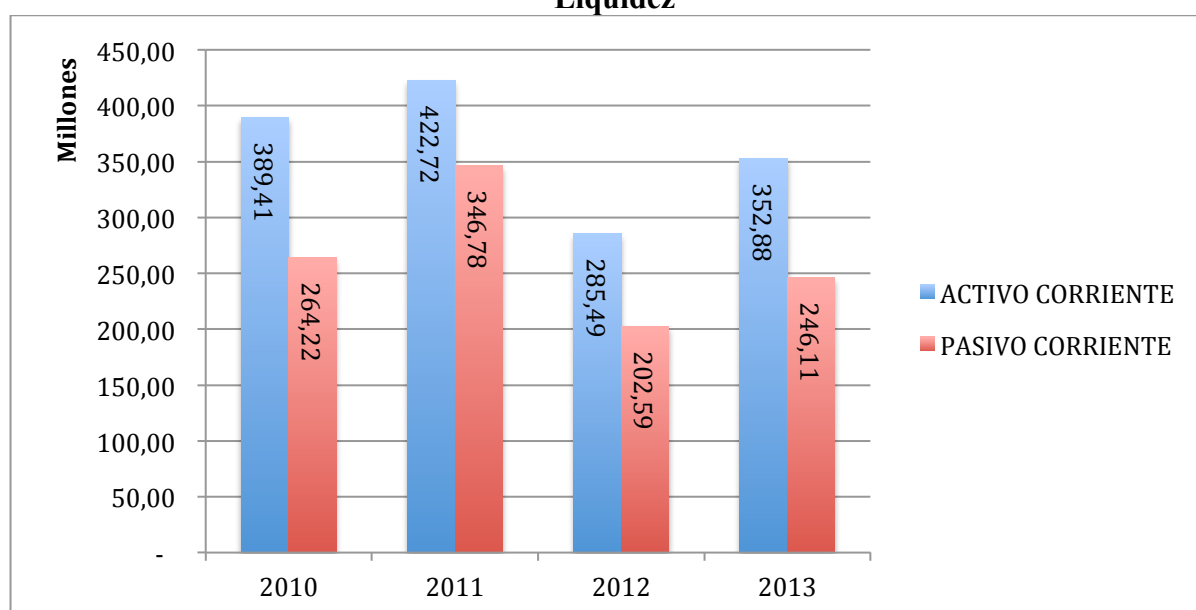
esta tendencia registrando un crecimiento del 15,60% y 1,75% respectivamente, terminando para el 2013 con un valor de USD 1,43, lo cual nos muestra la capacidad de la pequeña industria para afrontar las obligaciones en el corto plazo.

La Prueba Ácida a diferencia del indicador de Liquidez, excluye del cálculo los inventarios, esto nos permitirá efectivamente saber las condiciones en las que se encuentra la pequeña empresa en afrontar sus deudas a corto plazo. Excluir el inventario en el análisis nos permitirá entender de mejor manera las necesidades de este sector en el financiamiento a corto plazo, el inventario es un activo cuya liquidez no puede hacerse efectiva sin una venta, esto conlleva a tener riesgos en la pérdida de su valor nominal o que no pueda ser vendido. Según los datos obtenidos por la Superintendencia de Compañías para el 2010 el indicador presenta un valor de 1 dólar lo cual significa que por cada dólar de deuda en el corto plazo las pequeñas empresas del sector industrial poseen un dólar de sus activos corrientes para cancelarla, por otro lado este indicador decae para el 2011 teniendo un valor de 0,76, es decir que las pequeñas empresas no pueden solventar la deuda a corto plazo con sus activos más líquidos, para el 2012 y 2013 la liquidez mejora para las pequeñas empresas teniendo un indicador de 0,95 y 0,98 respectivamente, para determinar la falta de liquidez de las pequeñas empresas es necesario observar la composición de sus activos corrientes.

Para el 2010 el inventario de las pequeñas empresas del sector industrial tuvo una participación en el activo corriente del 32%, a diferencia del 2011 el cual existe un incremento, llegando a tener una participación del 38%, una de las razones por las cuales el indicador de prueba ácida bajó, debido al funcionamiento de las operaciones industriales es normal que el inventario tenga una alta participación del activo corriente. Por otro lado en el caso de las cuentas exigibles de las pequeñas empresas, para el 2011 tuvo una participación del 48% a diferencia del 2010 con una participación del 54%, en cuanto a sus activos disponibles, es decir caja – bancos e inversiones, existe una disminución del 5% en el 2011, otra de las razones por las cuales la liquidez para ese año disminuye.

En el 2013 existe un crecimiento en el rubro equivalentes de efectivo del 28% con respecto al 2012 y una participación del 42% en el activo corriente en ambos años mencionados, al poder analizar estos resultados, se puede observar que al ser sector industrial, en cuanto a sus activos exigibles presentan un crecimiento año a año terminando en el 2013 con un aumento del 17%, esto puede ser un riesgo para la empresa, ya que el no tener un buen control en el crecimiento de la cartera de clientes, puede ver afectado la liquidez de la empresa, una de las debilidades de la pequeña empresa es poder afrontar con las obligaciones a corto plazo y su vulnerabilidad ante factores externos e internos, la prueba ácida nos muestra el limitado manejo que tienen la pequeña empresa ante shocks económicos o problemas internos que presente la empresa, en el siguiente gráfico No 39 podremos observar la evolución de las variables utilizadas para el análisis de liquidez.

Gráfico No 39
Liquidez



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

Para finalizar con el análisis de la liquidez de las pequeñas empresas del sector industrial revisaremos la situación capital de trabajo. Según los datos obtenidos por la Superintendencia de Compañías, desde el 2010 al 2013 el capital de trabajo del segmento de empresas analizado ha tenido un decrecimiento del 0,46%, se registra en el 2011 un descenso en el capital de trabajo del 39%, para el 2012 este indicador se recupera teniendo un crecimiento del 9% y terminar también con la misma tendencia en el 2013 con el 29%, con un monto de USD 106 millones. Lo que se demuestra con este indicador, es la capacidad de afrontar las obligaciones a corto plazo de la empresa, como se puede observar en el 2013 las pequeñas empresas del sector industrial logran tener una mayor capacidad para afrontar su pasivo corriente.

Cuadro No 2
Indicadores de Endeudamiento Pequeña Industria

Indicadores de Deuda	2010	2011	2012	2013
Endeudamiento Total	67%	73%	62%	67%
Indicador de Solvencia	3,00	3,73	2,61	3,02
Endeudamiento Patrimonial	2,00	2,73	1,61	2,02

Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores
Elaborado por: André Mejía

Una vez visto la liquidez de las pequeñas empresas del sector industrial, es momento de observar su nivel de endeudamiento, para esto utilizaremos el indicador “Endeudamiento total”, con el objetivo de observar el porcentaje de financiamiento con terceros, de los activos de la empresa. Durante el periodo

del 2010 al 2013, en promedio el endeudamiento total de las empresas fue del 67%, para el 2011 existe un crecimiento en comparación con el 2010 del 10% y termina en el 2013 con un crecimiento del 9% con un endeudamiento total del 67%. Las cuentas más representativas para el 2013 en el pasivo de las pequeñas empresas son; el pasivo corriente con una participación del 55%, se destaca en su composición los documentos por pagar, con una participación en el pasivo del 24% registrando un crecimiento en relación con el 2012 del 9%, le sigue el pasivo no corriente, el cual tiene un participación del 45%, entre su composición se destaca las cuentas por pagar y obligaciones con instituciones financieras, con el 16% y 14% de participación en el total del pasivo respectivamente, adicional el nivel de crecimiento de ambas cuentas fueron significativas para el 2013, para el caso de cuentas por pagar el crecimiento fue del 173% respecto al 2012, para el caso de obligaciones financieras fue del 186%, ambos representativos en el crecimiento del indicador para el 2013, esto nos muestra que existe un mayor financiamiento con sus proveedores en comparación con las obligaciones de instituciones financieras.

El indicador de solvencia, relaciona la cuenta del activo con el patrimonio, con la finalidad de observar la forma de financiamiento de la pequeña empresa. Según los datos obtenidos por la Superintendencia de Compañías, el indicador de solvencia durante el 2010 al 2013 ha tenido un crecimiento del 3%, el nivel más alto de solvencia de las pequeñas empresas fue en el 2011 con un indicador de USD 3,73 es decir que la mayor parte de mis activos se encuentran financiados por terceros, ya que por 1 dólar que la empresa tiene de patrimonio existen 3,73 dólares de activos. Para el 2012 y el 2013 se obtienen un indicador de solvencia de 2,61 y 3,02 dólares respectivamente, para determinar este incremento en el indicador de solvencia en los periodos mencionados, observemos las variables que lo componen.

Como se mencionó anteriormente, es importante destacar el crecimiento del activo para el 2013 con respecto al 2012 el cual fue del 38,10%, es uno de los factores claves en el aumento del indicador de solvencia, entre las cuentas más representativas del activo se puede observar que existe una mayor participación del activo corriente con el 53% en relación con el activo total, adicional existe una significativa participación de cuentas por cobrar a clientes relacionados y no relacionados con un porcentaje del 22,5% con relación al total de activos, en cuanto al activo no corriente la cuenta propiedades, planta y equipo tienen una participación en el activo del 38% y con un crecimiento del 59,18% respecto al 2012. El patrimonio de las pequeñas empresas, su crecimiento en el 2013 respecto al 2012 fue del 19,2%, entre las cuentas representativas se encuentra los aportes de socios con una participación de 35% y un crecimiento del 75%.

Hasta el momento se ha visto la forma y el nivel de endeudamiento de la pequeña empresa del sector industrial, por medio del indicador de “Endeudamiento Patrimonial”, se busca establecer una conclusión en la forma de financiamiento del sector estudiado, según la Superintendencia de Compañías, este indicador permite observar el grado de compromiso del patrimonio con los acreedores y saber si son los acreedores o los propietarios quienes financian mayormente la empresa. Para esto se realiza una relación del nivel de pasivos respecto al patrimonio de las pequeñas empresas, bajo los datos obtenidos por la Superintendencia de Compañías, el indicador alcanza su mayor valor en el 2011 con un resultado de USD 2,73, es decir, por cada 1 dólar de patrimonio que posee la compañía existe 2,73 dólares de deuda con acreedores, para el 2012 este indicador disminuye en un 41%, en el 2013 se obtiene un indicador de USD 2,02 con un crecimiento del 26%, como se observó

anteriormente este crecimiento de endeudamiento con acreedores se sustenta en el aumento de obligaciones financieras y cuentas por pagar. Una vez visto este indicador podemos afirmar que la mayor parte de financiamiento de las pequeñas empresas del sector industrial lo realiza por medio de terceros.

Cuadro No 3
Indicador de Eficiencia Pequeña industria

Eficiencia	2010	2011	2012	2013
Rotación de Activos	1,06	1,48	1,25	0,78

Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores

Elaborado por: André Mejía

El análisis de los resultados de las decisiones tomadas por las pequeñas empresas del sector industrial, se realizará por medio de la rentabilidad sector. Para empezar con el análisis es necesario conocer cuan eficiente es el sector de la pequeña industria, para esto utilizaremos el indicador de rotación de activos, el cual mide el nivel de ventas con relación a los activos de la empresa, para el caso de la pequeña empresa del sector industrial, como se puede observar en el cuadro No 3, el indicador de eficiencia alcanza su mayor valor en el 2011 con un resultado de USD 1,48, es decir por cada USD 1 en Activos me genera un nivel de ventas de USD 1,48, pero este indicador comienza a decaer, para el 2012 existe un decrecimiento del 15%, el mismo comportamiento en el 2013, un descenso en el nivel eficiencia del 37,4%, para ese año por cada 1 dólar de activos la empresa generaba USD 0,78 de ventas, esta reducción considerable en la eficiencia de las pequeñas empresas, debemos recordar que es consecuencia de una significativa disminución en el nivel de ventas, adicional un crecimiento del 38% en el nivel de activos.

Cuadro No 4
Indicadores de Rentabilidad

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013
Margen Beneficio Neto	0,05	0,03	0,03	0,01
ROA	0,05	0,04	0,03	0,01
ROE	0,17	0,16	0,09	0,02

Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores

Elaborado por: André Mejía

Para el análisis de la rentabilidad de la pequeña empresa del sector industrial, utilizaremos tres indicadores el “Margen de Beneficio Neto, ROA y ROE. En el caso del primer indicador durante el 2010 al 2013 el margen de beneficio neto ha venido decreciendo, esto responde al continuo descenso en las utilidades netas de las empresas, para el 2011 existe un descenso del indicador del 46% con respecto al 2010, para el 2012 se repite la tendencia a la baja con el 6% en relación al anterior año. En el 2013 la pequeña empresa enfrenta el mayor decrecimiento 66,3% registrando un resultado en el margen de beneficio neto de USD 0,01, es decir que por cada USD 1 de venta me genera utilidad de USD 0,01. En comparación con otros sectores para el mismo año, el sector industrial se ubica en el noveno lugar, el sector con mayor rentabilidad por venta fue el Financiero y Seguros con un valor de

USD 7,10, le sigue las Actividades Inmobiliarias con USD 0,23, en el siguiente cuadro se puede observar los sectores con mayor rentabilidad por venta para el 2013.

Cuadro No 5
Margen de Beneficio Neto por Sector 2013
Cifras en USD

MARGEN DE BENEFICIO NETO		
1	FINANCIERAS Y SEGUROS	7,10
2	ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	0,23
3	ACTIVIDADES PROFESIONALES	0,19
4	TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO	0,11
5	SALUD Y ASISTENCIA SOCIAL	0,09
6	SERVICIOS ADMINISTRATIVOS	0,06
7	INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	0,05
8	CONSTRUCCIÓN	0,02
9	INDUSTRIAS	0,01
10	COMERCIO	0,01
11	ENSEÑANZA	-0,01
12	AGRICULTURA Y PESCA	-0,03
13	ALOJAMIENTO Y COMIDAS	-0,03
14	ELECTRICIDAD, GAS...	-0,14
15	AGUA Y SANEAMIENTO	-0,17
16	ARTES Y RECREACIÓN	-0,52
17	MINAS Y CANTERAS	-4,02

Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores

Elaborado por: André Mejía

Con respecto a la utilidad neta sobre activos (ROA), durante el periodo analizado existe un constante decrecimiento, para el 2011 el indicador obtuvo USD 0,04 es decir por cada USD 1 de activo me genera USD 0,04 de utilidad, un descenso del 23,9% con relación al 2010, para el 2012 sigue la misma tendencia con una caída del indicador del 20,6% para terminar en el 2013 con un decrecimiento del 78,9% para el año mencionado las pequeñas empresas del sector industrial generan una rentabilidad sobre el activo de USD 0,01, ubicándolo nuevamente en el 2013 en el noveno lugar en comparación con otros sectores del segmento pequeña empresa, como se muestra en la siguiente cuadro.

Cuadro No 6
ROA por Sector 2013
Cifras en USD

RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO		
1	FINANCIERAS Y SEGUROS	0,06
2	ACTIVIDADES PROFESIONALES	0,05
3	TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO	0,03
4	SALUD Y ASISTENCIA SOCIAL	0,02
5	SERVICIOS ADMINISTRATIVOS	0,02
6	ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	0,02
7	INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	0,02
8	COMERCIO	0,01
9	INDUSTRIAS	0,01
10	CONSTRUCCIÓN	0,01
11	ENSEÑANZA	0,00
12	AGRICULTURA Y PESCA	-0,01
13	ALOJAMIENTO Y COMIDAS	-0,01
14	ELECTRICIDAD, GAS...	-0,02
15	AGUA Y SANEAMIENTO	-0,06
16	ARTES Y RECREACIÓN	-0,08
17	MINAS Y CANTERAS	-0,20

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

La rentabilidad sobre el patrimonio nos permitirá observar la situación de la inversión realizada por los propietarios de las pequeñas industrias. Nuevamente el sector tiene un descenso importante desde el 2011, para el año mencionado el decrecimiento del indicador asciende a 5,62%, para el 2012 y 2013 el descenso es significativo con una caída del 44,4% y 75,5% respectivamente, obteniendo para el 2013 un indicador de USD 0,02, es decir que por cada USD 1 de capital invertido por los propietarios o accionistas, la empresa les genera una rentabilidad de USD 0,02, en comparación con otros sectores para el 2013 la pequeña empresa del sector industrial se ubica en el doceavo lugar, como se puede observar en el siguiente cuadro.

Cuadro No 7
ROE por Sector 2013
Cifras en USD

RENTABILIDAD SOBRE PATRIMONIO		
1	MINAS Y CANTERAS	1,86
2	ARTES Y RECREACIÓN	0,84
3	ACTIVIDADES PROFESIONALES	0,14
4	TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO	0,10
5	FINANCIERAS Y SEGUROS	0,09
6	INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	0,08
7	SALUD Y ASISTENCIA SOCIAL	0,07
8	SERVICIOS ADMINISTRATIVOS	0,07
9	ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	0,04
10	COMERCIO	0,03
11	CONSTRUCCIÓN	0,03
12	INDUSTRIAS	0,02
13	ENSEÑANZA	-0,01
14	AGRICULTURA Y PESCA	-0,03
15	ALOJAMIENTO Y COMIDAS	-0,04
16	ELECTRICIDAD, GAS...	-0,08
17	AGUA Y SANEAMIENTO	-1,73

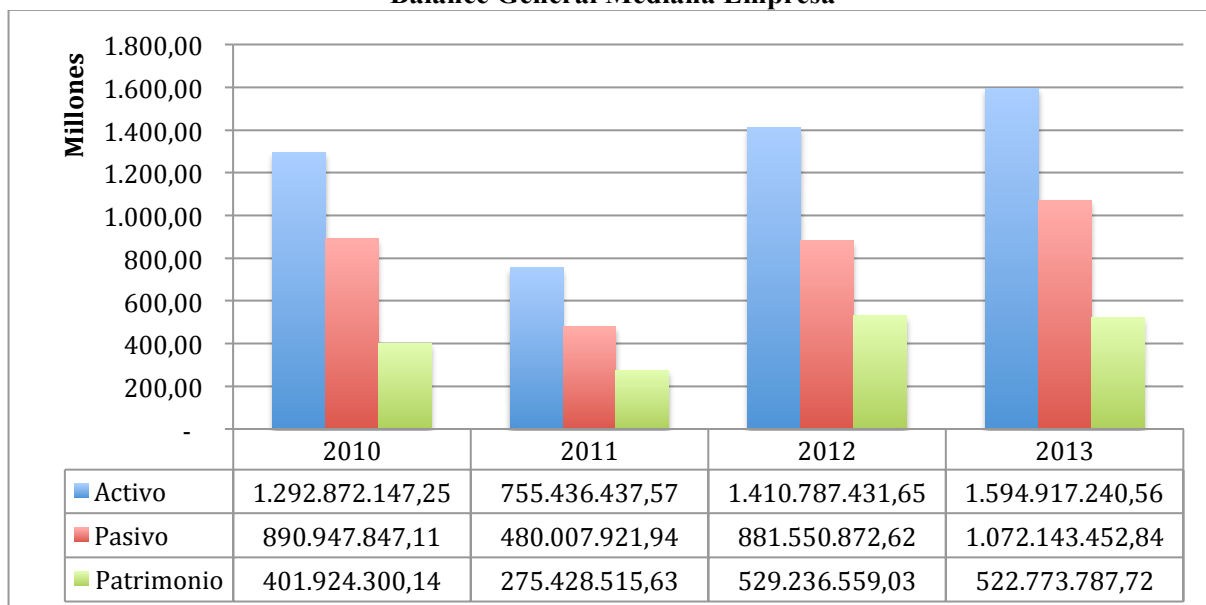
Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

Una vez obtenidos los indicadores de rentabilidad podemos concluir, que la pequeña empresa del sector industrial, tiene una baja rentabilidad en comparación con los otros sectores del Ecuador, esto puede ocasionar problemas en el crecimiento del sector debido a que los inversionistas optan por tener una mayor rentabilidad poniendo sus recursos en otros sectores que generen mayores ingresos. Como se mencionó el nivel de ventas durante el 2013 ha tenido un decrecimiento significativo del 38,10%, el nivel de Gastos Generales con relación a las Ventas para el 2013 fue del 48% un crecimiento del 30% respecto al anterior año, la pequeña empresa debe mejorar su eficiencia para poder generar una mayor rentabilidad.

2. Situación financiera mediana industria

Para el análisis de la situación financiera de la mediana industria durante el periodo de 2010 al 2013 de acuerdo a los datos proporcionados por la Superintendencia de Compañías, empezaremos analizando la evolución del Balance General de la mediana empresa del sector industrial por medio del siguiente gráfico.

Gráfico No 40
Balance General Mediana Empresa



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

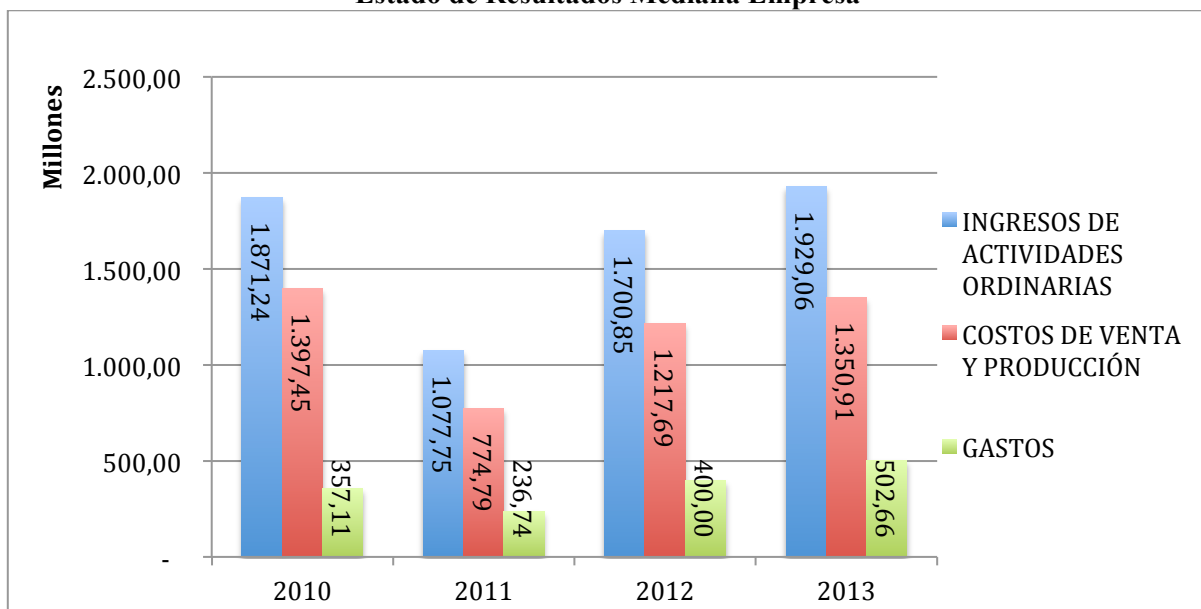
El gráfico No 40, muestra la evolución de las principales cuentas del balance general de las medianas empresas del sector industrial, bajo los datos obtenidos, en promedio la evolución de los activos ha tenido un decrecimiento del 6%, alcanzando su etapa más baja en el 2011 con un decrecimiento del 42% registrando un valor de USD 755 millones, para el 2012 la tendencia cambia obteniendo un crecimiento del 9% y terminando el 2013 con un aumento del 13% en relación al año anterior obteniendo un monto de USD 1.594 millones, entre las principales causas de este incremento se encuentra los activos exigibles (cuentas por cobrar e inversiones a corto plazo de la mediana industria), representando el 23% del activo total, registrando un crecimiento para el 2013 del 10%, es importante mencionar que la mayor parte de la composición del Activo total de las medianas empresas lo representa el Activo corriente, con una participación del 56,35% su valor haciende a USD 898 millones, otra de las cuentas representativas es el nivel de inventarios, este tiene una participación del 20% en el Activo total y un crecimiento del 13%. Respecto al Activo no Corriente, la cuenta de “Propiedades, Planta y Equipo”, tiene una participación con relación al Activo total del 44% y un crecimiento respecto al 2012 del 8%.

La evolución del pasivo de la mediana empresa del sector industrial, en promedio ha tenido un crecimiento del 20% respecto al periodo analizado, su punto más bajo lo alcanza en el 2011 con un decrecimiento del 46% respecto a 2010 con un valor equivalente a USD 480 millones, esta tendencia cambia y registra para el 2012 y 2013 un crecimiento del 84% y 22% respectivamente, las causas de este incremento durante el 2013 se deben a un aumento del 16% respecto al anterior año en las cuentas por pagar a proveedores, por otro lado el Pasivo no corriente de las medianas empresas ha tenido un crecimiento del 33% registrando un valor de USD 663 millones, entre las cuentas más representativas se encuentran las obligaciones con proveedores y las obligaciones financieras, con un crecimiento del 80% y 17% respectivamente, se puede concluir que el crecimiento del pasivo de la mediana empresa

registra un monto de USD 1.072 millones, consecuencia de un nivel mayor de endeudamiento con proveedores y créditos bancarios.

Durante el periodo analizado el crecimiento en el patrimonio en promedio fue del 20%, su punto más bajo lo obtuvo en el 2011 con un descenso del 11% obteniendo un monto de USD 275 millones, para recuperarse en el 2012 con un crecimiento del 92% con un monto equivalente a USD 529 millones, para el 2013 el patrimonio cae en 1% con relación al año anterior. El capital suscrito de la empresa representa el 23% del patrimonio, el cual tuvo un crecimiento del 4% con un valor de USD 118 millones, adicional las reservas legales y facultativas tuvieron un crecimiento del 6%, estas tienen una participación del 10% con relación al patrimonio. Para el 2013 las medianas empresas registraron un monto en el Patrimonio de USD 522 millones menor al 2012, debido a una disminución en el resultado del ejercicio del 10% su valor haciende a USD 52 millones.

Gráfico No 41
Estado de Resultados Mediana Empresa



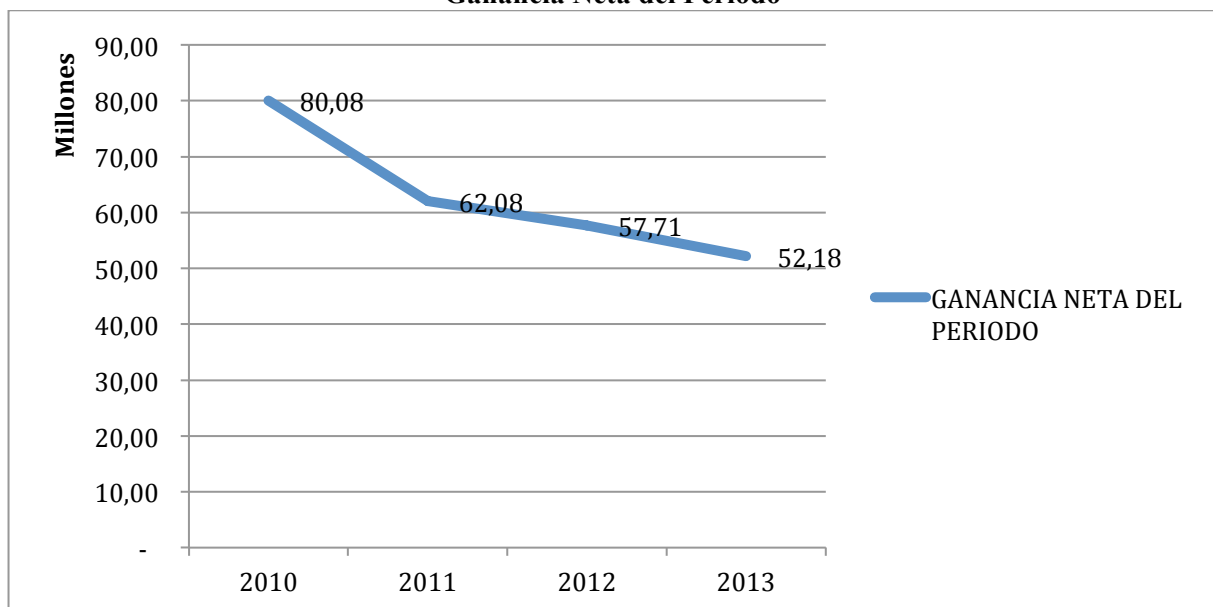
Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborador por: André Mejía

Según los datos obtenidos por la Superintendencia de Compañías para el 2011, los ingresos de actividades ordinarias o ingresos operacionales registraron su mayor caída, con un descenso del 42% registrando un monto de USD 1.077 millones, para el 2012 el crecimiento en el nivel de ingresos de la mediana empresa fue del 58%, esta tendencia se mantiene para el 2013 con un incremento del 13%, registrando un monto de USD 1.929 millones, esto se debe principalmente al aumento en el nivel ventas para el 2013, registrando un monto de USD 1.772 millones, obteniendo un crecimiento del 12% con relación al año 2012. En promedio el nivel de ingresos durante el periodo analizado ha tenido un crecimiento del 10%

Es el momento de observar el costo de venta y producción de la mediana industria, en promedio, el costo de producción del sector ha tenido un crecimiento del 8%, su punto más bajo lo alcanza en el

2011 con un descenso del 45% registrando un monto de USD 774 millones, esto se debe también a la disminución en el nivel de ventas para el mismo año, para el 2012 y 2013 se registra un incremento del 57% y 11%, la razón del crecimiento en el nivel de costos de la mediana empresa, es el aumento en el nivel de ventas y por lo tanto un crecimiento del 10% en los materiales utilizados para la producción. Respecto a la evolución de gastos de la mediana industria, de la misma manera para el año 2011 existe un decrecimiento del 34% equivalente al valor de USD 236 millones, por otro lado, para el 2012 y el 2013 existe un crecimiento del 69% y 26% respectivamente. En el 2013 se registra un monto de USD 502 millones en el nivel de gastos, los rubros más importantes son; gastos en sueldos, honorarios, beneficios sociales, mantenimiento, reparaciones y servicios básicos juntos representan el 92% del total de gastos de la mediana empresa, su valor haciende a USD 462 millones. Para determinar si el nivel de costos y gastos de producción tuvo efectos en los resultados de la mediana empresa, es necesario realizar un análisis financiero y determinar por medio de los indicadores de solvencia, liquidez, eficiencia y rentabilidad, las consecuencias de estos rubros.

Gráfico No 42
Ganancia Neta del Periodo



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar en el gráfico No 42, las ganancias netas de la mediana empresa del sector industrial registran una caída desde el 2010, en promedio durante el periodo analizado el decrecimiento en las utilidades del sector fueron del 13%, la tendencia comienza en el 2011 con una baja del 23% en las ganancias netas de la mediana empresa, para el 2012 y 2013 esta tendencia no cambia en ambos años se registra una caída del 7% y 9,6% respectivamente, registrando un monto para el 2013 de USD 52 millones, esto a pesar del aumento en el nivel de ingresos para el mismo año. Para determinar las razones por las cuales la ganancia ha tenido tal tendencia, es necesario analizar los indicadores financieros y determinar las condiciones en las que se encuentra la mediana empresa del sector industrial.

Cuadro No 8
Indicadores de Liquidez Mediana Industria

Indicadores de Liquidez	2010	2011	2012	2013
Prueba ácida	0,83	0,82	0,82	0,84
Liquidez	1,29	1,30	1,29	1,30
Capital de trabajo	\$ 175.355.075,08	\$ 102.547.141,44	\$ 172.527.293,60	\$ 205.333.887,73

Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores

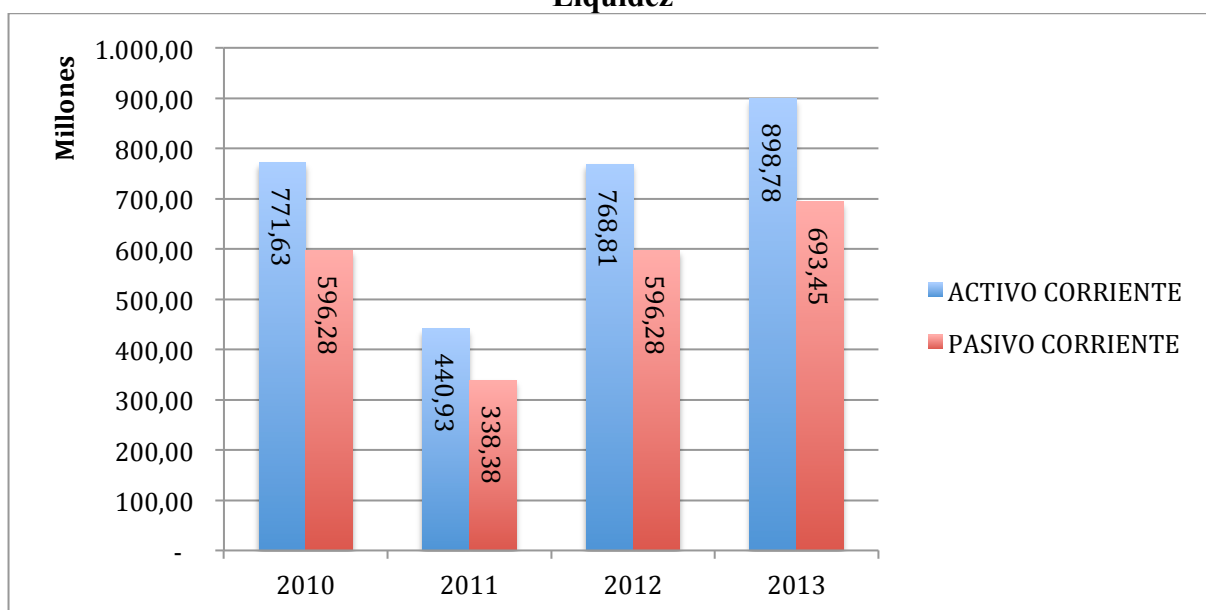
Elaborado por: André Mejía

Para el análisis de la situación financiera de las medianas empresas del sector industrial, empezaremos por medio de los indicadores de liquidez, para esto tomaremos como variables las cuentas de Activo Corriente y Pasivo Corriente, se iniciará el análisis por medio del indicador de prueba ácida. Según los datos obtenidos por la Superintendencia de Compañías, el indicador de prueba ácida para el 2010 registra un valor de USD 0,83 esto quiere decir que por cada USD 1 de deuda a corto plazo tienen USD 0,83 para pagar, como se mencionó en el análisis financiero de la pequeña empresa, el indicador excluye el inventario, para obtener un resultado más preciso. Para el 2011 y 2012 este indicador decae en 1% con relación al 2010, ambos obteniendo un valor de USD 0,82, en el caso del 2013 este tiene un incremento del 3% obteniendo un valor de USD 0,84. Durante el periodo analizado el Activo Corriente sin contar con el inventario, no logra cubrir con sus obligaciones a corto plazo. Se puede decir que las medianas empresas tienen un menor margen para cubrir con sus deudas en el corto plazo, por lo tanto, existe un problema en el nivel de liquidez del sector mencionado. Para poder sustentar de mejor manera esta afirmación, es necesario evidenciar por medio de otros indicadores la situación financiera del sector.

El indicador de liquidez, realiza una relación entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente, a diferencia de la Prueba Ácida, el inventario es tomado en cuenta en el cálculo. Para el 2010 el indicador tuvo un resultado de USD 1,29 esto quiere decir, por cada USD 1 en deudas a corto plazo tengo USD 1,29 para cubrirlo, para el caso del 2011 y 2012 registran un valor de USD 1,30 y USD 1,29 respectivamente, para el 2013 se registra un valor de USD 1,30, al ser un sector productivo con procesos de fabricación, es normal la existencia de un stock alto de inventario, en este caso el indicador de liquidez muestra que la mediana empresa puede cubrir sus obligaciones en el corto plazo, pero es importante recalcar que el inventario es un tipo de activo que requiere de un mayor tiempo para convertirlo en efectivo en comparación con los otros activos a corto plazo y corre el riesgo de pérdidas al momento de su venta.

Otro de los indicadores para evidenciar la liquidez de la mediana empresa del sector industrial es el Capital de Trabajo, durante el periodo analizado existe un crecimiento del 15%, alcanzando su punto más bajo en el 2011 con una caída del 42%, para el 2012 y 2013 este indicador mejora ubicándose con una tasa de crecimiento del 68% y 19% respectivamente, el monto registrado para el 2013 fue de USD 205 millones, el funcionamiento de este indicador es restando las obligaciones a corto plazo de los activos corrientes, lo cual nos muestra que la mediana empresa del sector industrial puede cumplir con las deudas en el corto plazo.

Gráfico No 43
Liquidez



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

Una vez analizado los tres indicadores, se puede evidenciar que la mediana empresa puede solventar sus deudas en el corto plazo, cabe aclarar que la prueba ácida es un indicador importante, este nos muestra de manera más precisa la liquidez real de la empresa, por lo tanto se debe considerar que a pesar de que el activo corriente sea mayor que las obligaciones en el corto plazo, se debe mejorar el efectivo que mantiene la empresa, debido a que en casos de riesgos sistémicos o problemas internos de la empresa, el sector analizado tiene un menor margen para el manejo de estas eventualidades. En el gráfico No 43 se puede observar la evolución del Activo Corriente y Pasivo Corriente, ambos presentan durante el periodo del 2010 al 2013 un crecimiento del 16%. Para el caso del Activo Corriente las cuentas más representativas para el 2013 son; Equivalentes de Efectivo, Activos financieros e Inventarios, los tres tienen una participación del 12%, 42% y 35% respectivamente, las tres cuentas mencionadas registran un crecimiento del 33%, 10% y 13%, siendo una de las principales razones por las cuales los indicadores de liquidez mejoraron para el año mencionado.

Cuadro No 9
Indicadores de Deuda Mediana Industria

Indicadores de Deuda	2010	2011	2012	2013
Endeudamiento Total	0,69	0,64	0,62	0,67
Indicador de Solvencia	3,22	2,74	2,67	3,05
Endeudamiento Patrimonial	2,22	1,74	1,67	2,05

Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores
Elaborado por: Autor

Es momento de observar la evolución del endeudamiento de la mediana empresa del sector industrial. El primer indicador a utilizar es el endeudamiento total, el cual realiza una relación entre el Activo y el

pasivo, el objetivo es evidenciar cuanto de mi activo se encuentra financiado por terceros. En promedio el endeudamiento total de la mediana empresa durante el 2010 al 2013 ha sido del 66%, su punto más alto lo alcanza en el 2010 con un porcentaje de endeudamiento del activo del 69%, este decae cinco punto porcentuales para el 2011, para el caso del 2012 y 2013 este indicador tiene como resultado, el 62% y 67% de los activos es financiado por terceros, el crecimiento para el 2013 se debe a un aumento del Pasivo Corriente del 22%, ocasionado por el incremento del 16% respecto al 2012 en cuentas por pagar a proveedores. Para el caso del Pasivo no Corriente este ha tenido un crecimiento del 33%, las obligaciones con proveedores y obligaciones con instituciones financieras, son los rubros más representativos en el endeudamiento a largo plazo, tiene un porcentaje de participación en relación al pasivo total del 11% y 9% respectivamente y ambas han tenido un crecimiento del 80% y 17%.

Para continuar analizando la evolución del endeudamiento de la mediana empresa del sector industrial, aplicaremos el Indicador de Solvencia, este indicador permite evidenciar la forma de financiamiento de la mediana empresa, por medio de la relación del Activo con el Patrimonio. Bajo los datos obtenidos de la Superintendencia de Compañías. Para el 2010 el indicador de Solvencia alcanza su mayor valor con USD 3,22 es decir por cada USD 1 que la empresa tiene de patrimonio, existe USD 3,22 de activo, la mayor parte del activo se encuentra financiada por terceros, para el 2011 y 2012 el indicador comienza a disminuir registrando un valor de USD 2,74 y USD 2,67, para el 2013 este valor aumenta a USD 3,05, lo cual responde al crecimiento en el nivel de endeudamiento de la mediana empresa, aumentando aún más el margen de financiamiento con terceros, para el 2013 el patrimonio representa el 33% del Activo, esta forma de financiamiento puede ser riesgosa al ocasionar una baja en la capacidad de pago de la empresa. Si combinamos el análisis de liquidez con el endeudamiento, podemos darnos cuenta que hasta el momento el sector analizado presenta riesgos en su sostenibilidad en el largo plazo, por medio de la prueba ácida y el crecimiento del endeudamiento, el sector muestra vulnerabilidad ante eventualidades del mercado.

Otro de los indicadores que nos ayudará a observar la forma de financiamiento de la mediana empresa del sector industrial, es el indicador de Endeudamiento Patrimonial, el cual relaciona el pasivo total para el patrimonio, con el objetivo de evidenciar el apalancamiento de la empresa. Bajo esta relación el mayor nivel de apalancamiento fue en el 2010 con un valor de USD 2,22, es decir por cada USD 1 de patrimonio la deuda con acreedores es de USD 2,22, por lo tanto, es claro que el nivel autonomía financiera es bajo en la mediana empresa, para el 2011 y 2012 el indicador disminuye a USD 1,74 y USD 1,67 a diferencia del 2013 en donde el nivel de financiamiento con terceros aumentó significativamente, obteniendo un indicador de USD 2,05. Una vez analizado los tres indicadores de endeudamiento podemos afirmar que el apalancamiento de la mediana empresa del sector industrial es alto, el crecimiento de deudas con terceros ha promovido la disminución en la autonomía financiera y un mayor riesgo en el pago a acreedores, es evidente que las perspectivas del sector analizado es el crecimiento y eso se lo puede observar en la evolución del activo visto anteriormente, para el 2013 tuvo un crecimiento del 13%, es importante que las medianas empresas tomen en consideración los niveles de endeudamiento, con la finalidad de disminuir los riesgos de solvencia ante posibles bajas de ingresos por las condiciones del mercado.

Cuadro No 10
Indicador de Eficiencia Mediana Industria

Eficiencia	2010	2011	2012	2013
Rotación de Activos	0,93	1,38	1,12	1,11

Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores

Elaborado por: André Mejía

Para concluir con el análisis financiero de las medianas empresas del sector industrial, observaremos la rentabilidad del sector durante el periodo del 2010 al 2013, el funcionamiento de la metodología expuesta en Anexo B, es ir estructurando los indicadores de rentabilidad con la finalidad de evidenciar puntos de riesgo que tiene la mediana industria. Empezaremos con el análisis de eficiencia, para esto utilizaremos el indicador de Rotación de Activos, el cual realiza una relación entre el nivel de ventas y los activos que posee la empresa, según los datos obtenidos por la Superintendencia de Compañías, nos muestra que para el 2010 alcanza su menor índice de eficiencia con un valor de USD 0,93 esto quiere decir que por cada USD 1 de activos, la empresa genera un nivel de ventas USD 0,93, el indicador comienza a mejorar para el 2011 y 2012 alcanzando un valor USD 1,38 y USD 1,12, para el 2013 existe una pequeña caída a USD 1,11, para evidenciar si esta caída en el nivel de ventas por activo tuvo impactos en la rentabilidad es necesario analizar los siguientes indicadores.

Cuadro No 11
Indicadores de Rentabilidad Mediana Industria

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013
Margen Beneficio Neto	0,07	0,06	0,04	0,03
ROA	0,06	0,08	0,04	0,03
ROE	0,20	0,23	0,11	0,10

Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores

Elaborado por: André Mejía

Para observar el margen de utilidad por cada venta, utilizaremos el indicador Margen de Beneficio Neto, éste realiza una relación entre la Utilidad Neta de la empresa y el nivel de ventas, obteniendo los siguientes resultados. A pesar de un menor volumen de ventas en el 2010 con un valor USD 1.871 millones, el margen de beneficio neto fue de USD 0,07, el más alto en comparación con los tres años siguientes, para el 2011 y 2012 el beneficio por venta fue de USD 0,06 y USD 0,04, para el 2013 este indicador haciende a USD 0,03, una caída del 20% en relación al anterior año, se puede observar una constante baja de la rentabilidad por venta del sector industrial de la mediana empresa, es importante mencionar que para el 2012 y 2013 ha existido un crecimiento en el nivel de costos y gastos en el sector, como lo observamos en la evolución del Estado de Resultados, para el caso de los costos de producción existe un crecimiento del 57% y 11% para el 2012 y 2013 respectivamente, de la misma forma los Gastos, con un crecimiento del 69% y 26% para los mismo años, lo cual ocasiona una disminución en la Utilidad de las medianas empresas. Para observar la posición del sector Industrial frente otras actividades económicas en su rentabilidad por venta, es necesario el siguiente cuadro comparativo.

Cuadro No 12
Margen de Beneficio Neto por Sector 2013
Cifras en USD

Margen de Beneficio Neto		
1	FINANCIERAS Y SEGUROS	4,14
2	ENSEÑANZA	0,45
3	SALUD Y ASISTENCIA SOCIAL	0,37
4	ACTIVIDADES PROFESIONALES	0,27
5	TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO	0,18
6	ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	0,15
7	AGUA Y SANEAMIENTO	0,15
8	SERVICIOS ADMINISTRATIVOS	0,14
9	ELECTRICIDAD, GAS...	0,10
10	ALOJAMIENTO Y COMIDAS	0,08
11	CONSTRUCCIÓN	0,03
12	INDUSTRIAS	0,03
13	AGRICULTURA Y PESCA	0,02
14	COMERCIO	0,02
15	ARTES Y RECREACIÓN	0,00
16	MINAS Y CANTERAS	-0,02
17	INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	-0,04

Fuente: Superintendencia de Compañías
 Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar la mediana empresa del sector industrial en el 2013, se ubica en la posición número 12, entre los diferentes sectores nivel nacional. En primer lugar se encuentra el sector financiero con USD 4,14, le sigue el sector de la Enseñanza y Salud con un valor de USD 0,45 y USD 0,37, por lo tanto, se puede concluir que la mediana empresa del sector industrial, posee una baja rentabilidad por venta realizada, el promedio de ventas del sector industrial durante el periodo del 2010 al 2013 fue de USD 1.428 millones.

Una vez obtenido los dos indicadores de Eficiencia y Margen de Beneficio neto podemos pasar al ROA, el indicador relaciona la Utilidad Neta de la empresa con el volumen de Activos, la finalidad de la relación es evidenciar la rentabilidad que generan los activos invertidos. Para el 2010 y 2011 el indicador tuvo un valor de USD 0,06 y USD 0,08, es decir que por cada USD 1 de activos invertidos, me genera una rentabilidad de USD 0,06 y USD 0,08 respectivamente, registrando un crecimiento para el 2011 del 33%. Para el 2012 el indicador decae a USD 0,04 y para el 2013 sigue la misma tendencia con un valor de USD 0,03, es importante recordar que para el año 2013, el crecimiento en el nivel de Activos, aumentos en el financiamiento, en los Costos y Gastos de la mediana empresa del sector industrial, han promovido una disminución de su Utilidad Neta, para observar de mejor manera la baja rentabilidad sobre activos, es necesario comparar el sector industrial con otros sectores económicos por medio del siguiente cuadro.

Cuadro No 13
ROA por Sector 2013
Cifras en USD

Rentabilidad sobre Activo		
1	FINANCIERAS Y SEGUROS	0,11
2	ACTIVIDADES PROFESIONALES	0,07
3	AGUA Y SANEAMIENTO	0,06
4	SALUD Y ASISTENCIA SOCIAL	0,06
5	SERVICIOS ADMINISTRATIVOS	0,04
6	ALOJAMIENTO Y COMIDAS	0,04
7	ENSEÑANZA	0,04
8	INDUSTRIAS	0,03
9	TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO	0,03
10	COMERCIO	0,03
11	ELECTRICIDAD, GAS...	0,03
12	ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	0,03
13	AGRICULTURA Y PESCA	0,02
14	CONSTRUCCIÓN	0,01
15	ARTES Y RECREACIÓN	0,00
16	MINAS Y CANTERAS	0,00
17	INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	0,00

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar en el cuadro No 13, la mediana empresa del sector industrial se encuentra en octava posición con un valor de USD 0,03 de rentabilidad por USD 1 de activos, se ubica en primer lugar el sector financiero con un valor de USD 0,11, le sigue las Actividades Profesionales con el USD 0,07, es importante mencionar que los sectores que ubican las primeras posiciones son de servicios, por lo tanto su inversión en activos es baja, en comparación con el sector industrial, el cual debido al funcionamiento de sus operaciones existe una mayor inversión en infraestructura y equipos. El cuadro nos muestra que la mediana empresa del sector industrial tiene una baja rentabilidad sobre los activos para el 2013 en comparación con otros sectores económicos.

Para concluir con el análisis de rentabilidad, utilizaremos el indicador ROE, el objetivo es poder observar la rentabilidad sobre el capital invertido por los accionistas o propietarios de la empresa, para esto se relaciona la Utilidad Neta del ejercicio y el Patrimonio. Para el caso de la mediana industria, durante el 2010 y 2011 existe un crecimiento en la rentabilidad sobre capital aportado por los propietarios de la empresa del 13%, con un valor de USD 0,20 y USD 0,23 respectivamente, esta tendencia cambia para el 2012 y 2013 con un caída a USD 0,11 y USD 0,10, esto quiere decir que por cada USD 1 de capital aportado por los accionistas de la empresa genera una rentabilidad de USD 0,11 y USD 0,10, existe una caída significativa del 52% para el 2012 con relación al 2011, de la misma forma para el 2013 decayendo en un 8% en comparación al año anterior.

Cuadro No 14
ROE por Sector 2013

Rentabilidad sobre Patrimonio		
1	ACTIVIDADES PROFESIONALES	0,24
2	AGUA Y SANEAMIENTO	0,19
3	FINANCIERAS Y SEGUROS	0,18
4	SALUD Y ASISTENCIA SOCIAL	0,15
5	SERVICIOS ADMINISTRATIVOS	0,12
6	COMERCIO	0,10
7	TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO	0,10
8	INDUSTRIAS	0,10
9	ALOJAMIENTO Y COMIDAS	0,08
10	ELECTRICIDAD, GAS...	0,08
11	ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	0,07
12	CONSTRUCCIÓN	0,07
13	ENSEÑANZA	0,07
14	AGRICULTURA Y PESCA	0,05
15	ARTES Y RECREACIÓN	0,00
16	INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	-0,01
17	MINAS Y CANTERAS	-0,01

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: André Mejía

El cuadro No 14, nos muestra la rentabilidad sobre el patrimonio para el 2013 de los diferentes sectores económicos en el segmento de la mediana empresa, la mediana industria se ubica nuevamente en octava posición, los primeros tres puestos los ocupan las Actividades Profesionales, Agua y Saneamiento y el sector Financiero y Seguros, con un valor de USD 0,24, USD 0,19 y USD 0,18 respectivamente, como se mencionó anteriormente es importante que el sector de industrial en el segmento de la mediana empresa tome en consideración, la baja en la rentabilidad obtenida en el 2013, esto se debe a una falta de eficiencia en el nivel de costos y gastos.

Al observar los indicadores de liquidez, solvencia y rentabilidad, se puede concluir que la mediana empresa del sector industrial, ha mejorado su nivel de liquidez en el periodo analizado, es así como el capital de trabajo tuvo un crecimiento para el 2013 del 19%, pero a pesar de que su liquidez haya mejorado, el indicador de Prueba Ácida nos muestra que al no incluir en el análisis el inventario, la mediana empresa no puede hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, esta es una de las acciones que debe tomar el sector, el tratar de mejorar su nivel de liquidez, por medio de un crecimiento en el flujo de efectivo, esto requiere un mayor énfasis en su cartera de clientes, con la finalidad de establecer políticas de cobro y provisiones que le permitan a la empresa hacer frente a posibles cambios en el mercado y poder adaptarse a ello. En cuanto al nivel de financiamiento, es claro que el sector ha buscado un crecimiento y esto se visualiza en su evolución del activo y obligaciones con instituciones financieras y proveedores, en el periodo del 2010 al 2013, el crecimiento en el nivel de financiamiento fue del 22%, al igual que el activo el cual tuvo un crecimiento de 13%. Se ha visualizado una constante disminución en la autonomía financiera, el indicador de endeudamiento patrimonial nos muestra que el pasivo supera en 2,05 veces al patrimonio en el 2013.

Con respecto a la rentabilidad del sector como se pudo observar, la utilidad neta de la mediana empresa ha tenido un constante decrecimiento desde el 2010, es así como para el 2013 el sector en estudio muestra una caída en sus utilidades netas del 9,6%, por lo que es necesario enfatizar en los niveles de gastos, los cuales han tenido un crecimiento del 26%, al igual que los costos de producción con un crecimiento del 10% para el 2013, dando como resultado una caída en el margen del beneficio por venta del 20% en relación con el 2012, por lo tanto otro de los puntos claves que debe mejorar la mediana empresa es, optimizar sus recursos, por medio de un mejor control en sus procesos productivos y ser más eficientes en el nivel de gastos, con la finalidad de que la rentabilidad del sector pueda mejorar.

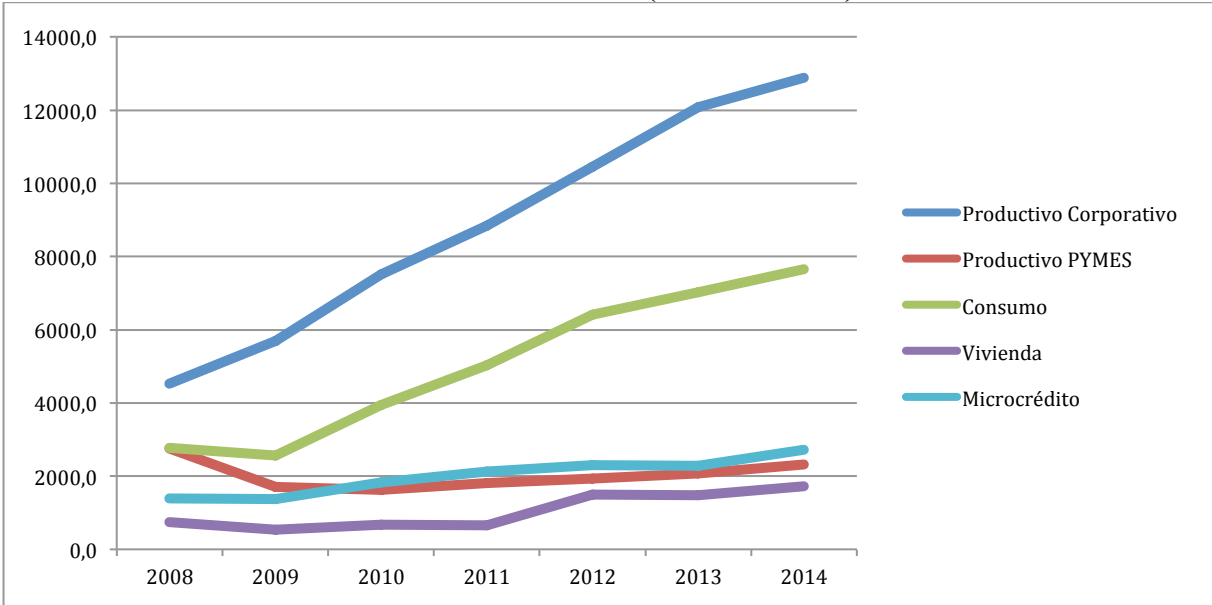
Análisis financiamiento PYMES

a) Financiamiento mercado monetario

1. Evaluación volumen de crédito segmento PYME

El financiamiento de las PYMES por medio del sistema bancario, presenta graves deficiencias que imposibilitan el acceso de las PYMES a recursos a largo plazo, a esto se debe añadir que tanto el banco como la empresa incurrn en altos costos asociados al financiamiento, por un lado se encuentra los costos del banco en buscar información del deudor, monitoreo del crédito, entre otros gastos operacionales, para el caso de las PYMES se encuentra la tasa de interés, la cual es una de las más altas del mercado (Goldstein, 2011:35), para evidenciar el problema planteado es necesario observar el nivel de créditos otorgados a las PYMES por parte del sector bancario.

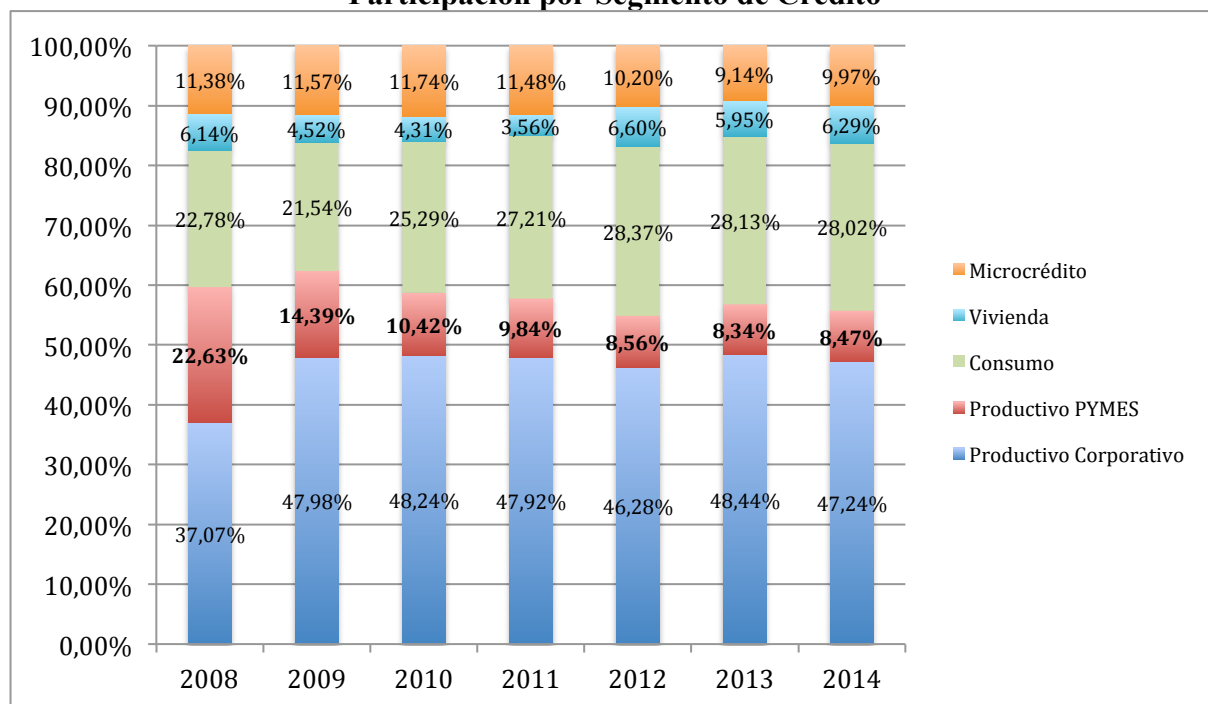
**Gráfico No 44
Volumen de Crédito (Millones USD)**



Fuente: Banco Central del Ecuador BCE
Elaborado por: André Mejía

En el gráfico No 44, se puede observar la evolución del crédito para sus diferentes segmentos. Durante el periodo analizado, el crédito productivo corporativo y el crédito para consumo, son los de mayor crecimiento, estos han tenido una participación en el total de créditos otorgados de 46,17% y 25,90% respectivamente, lo cual implica que el 72,02% de los recursos del sistema bancario se distribuye en estos dos segmentos, para el caso de las PYMES, el crédito para este sector apenas representa el 11,81% durante el periodo del 2008 al 2014, lo cual nos muestra la grave deficiencia del sistema bancario para satisfacer las necesidades de financiamiento de la pequeña y mediana empresa, el volumen de crédito otorgado para el 2014 asciende a los 2.311,4 millones de dólares, el cual en comparación con el año anterior ha tenido un crecimiento del 11%. Es importante mencionar que la mayor participación en cuanto al monto de créditos otorgados y operaciones realizadas los genera la banca privada, el nivel de participación según los datos del 2014 del Banco Central de Ecuador es del 71,92% del total de crédito otorgados, esta información nos muestra la problemática que enfrenta el sistema financiero para apoyar al sector de las PYMES en el financiamiento de sus proyectos.

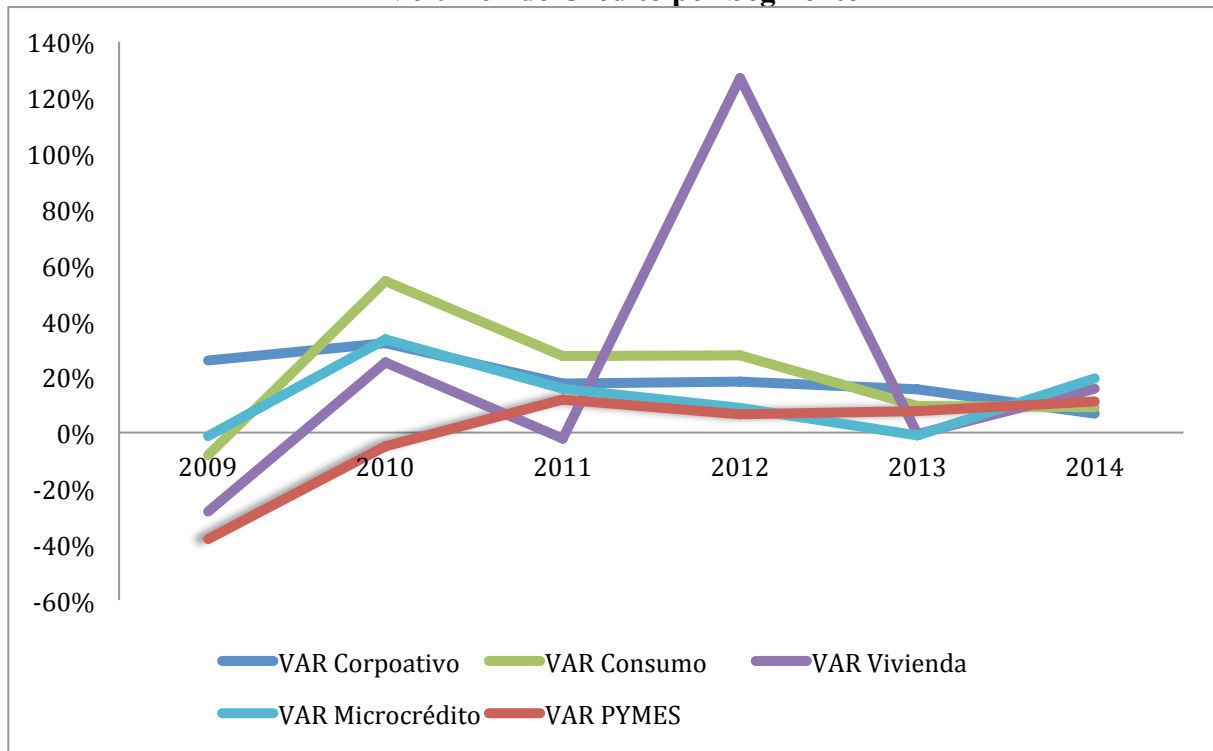
Gráfico No 45
Participación por Segmento de Crédito



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: André Mejía

En el gráfico No 45 podemos observar la participación en el volumen de crédito total otorgado por el sistema bancario, la mayor participación para el segmento de las PYMES fue en el 2008 con el 22,63%, registrando un monto de 2.763 millones, para el 2009 existe un decrecimiento del 38%, la misma tendencia para el 2010 registrando una caída del 5%, para el 2011 hasta el 2014 la tendencia cambia para el segmento de la pequeña y mediana empresa, con un crecimiento promedio del 9%. A pesar del aumento en el nivel de crédito otorgado, sigue existiendo una pequeña participación de las PYMES en el sistema financiero, para evidenciar de mejor manera la variación en el volumen de crédito otorgado hacia el sector en análisis es necesario el siguiente gráfico.

Gráfico No 46
Volumen de Crédito por Segmento



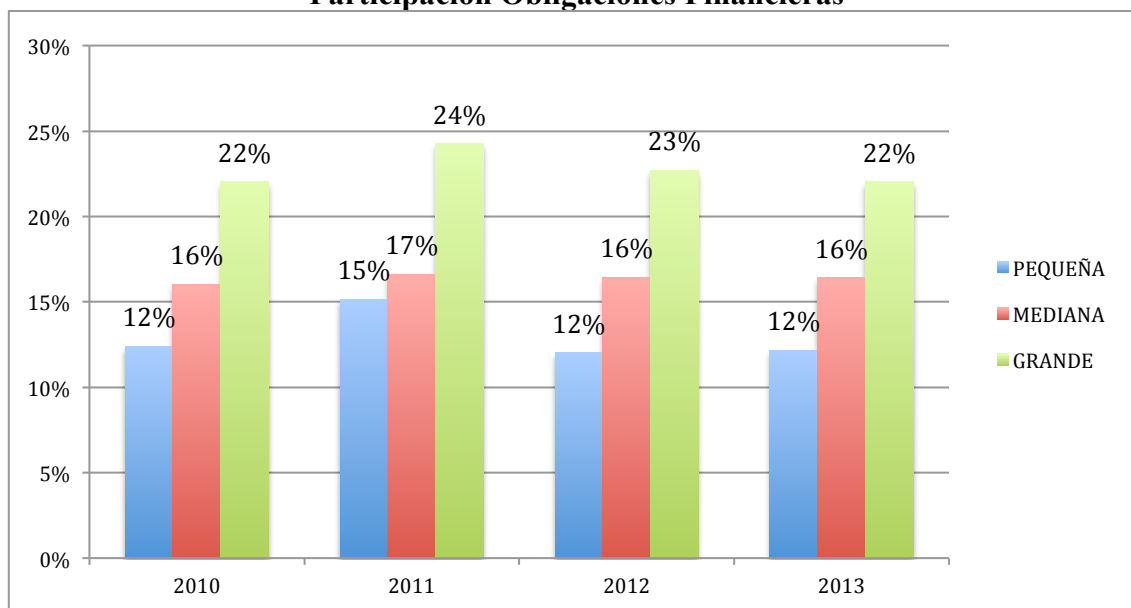
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar el nivel de crecimiento en el volumen de crédito otorgado para las PYMES comienza en el 2010, para el 2011 y 2012 el crecimiento en el volumen crédito haciende en un 12% y 7%, es importante observar como el crédito destinado para vivienda presenta un aumento significativo para el 2012 del 127% registrando un monto de USD 1.490 millones, esto se debe a la participación del BIESS en créditos para vivienda. Por otro lado, el incremento en el volumen de créditos para PYMES se mantiene constante desde el 2011 al 2014 con un promedio del 9%. En el gráfico No 46 también se puede observar como el volumen otorgado al microcrédito tuvo el mayor crecimiento para el 2014 con el 19% en relación con el 2013, le sigue el crédito para vivienda con el 16% y en tercer lugar el crédito para PYMES con el 11%.

2. El financiamiento bancario en las PYMES

Con el fin de evidenciar la participación del sector bancario en el financiamiento de las PYMES, analizaremos el monto en obligaciones con instituciones financiera que utiliza este segmento para financiarse, para esto se realizará una relación entre el Pasivo total de las PYMES y el total de las obligaciones financieras incurridas por este segmento económico, por medio de los datos proporcionados por la Superintendencia de Compañías y Valores.

Gráfico No 47
Participación Obligaciones Financieras



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar existe una mayor participación en el nivel de deuda con instituciones financieras para el segmento de las grandes empresas, esto responde claramente al hecho de que la mayor parte de los recursos del sistema bancario se dirigen hacia el segmento productivo corporativo, ocupando para el 2013 las obligaciones con instituciones financieras el 22% del total del pasivo el monto haciende a USD 9.190 millones, para el caso de la mediana empresa tiene una participación del 16,41% su monto haciende a USD 1267 millones, la pequeña empresa por su parte registra un monto de USD 720 millones, con una participación en el pasivo del 12,18%. En promedio existe un crecimiento en el monto de obligaciones con instituciones financieras para la pequeña y mediana empresa del sector industrial desde el 2010 al 2013 del 24,76% y el 28,72% respectivamente.

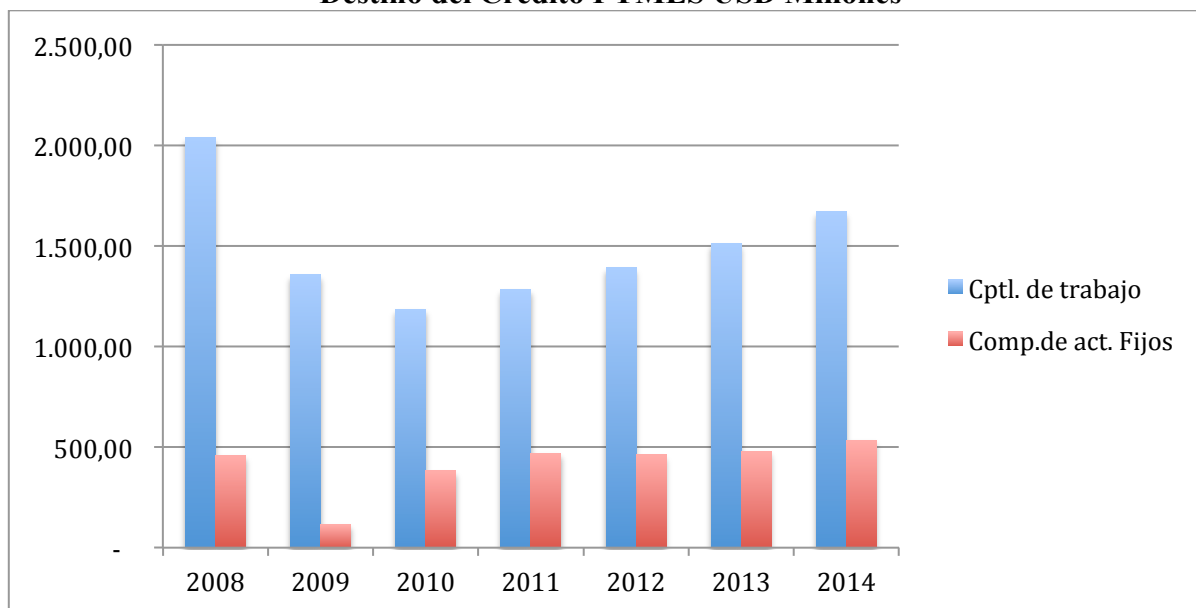
Uno de los sectores económicos con mayor participación de obligaciones con instituciones financieras en el total del pasivo para el 2013, es el sector industrial, para el caso de la pequeña empresa el sector manufacturero ocupa la primera posición con el 18,91%, le sigue el sector de “Alojamiento y Comida” con el 17,46% su monto es equivalente a USD 21 millones, en tercera posición se encuentra el sector “Enseñanza” con el 15,78% obteniendo un valor de USD 7,32 millones. Por otro lado, para la mediana empresa el sector industrial se ubica en la sexta posición con el 18,67%, en primer lugar se encuentra “Actividades Inmobiliarias” con el 26,50% su monto haciende a USD 168 millones, le sigue “Agua y Saneamiento” con el 22,13% registran un monto de USD 4,120 millones.

Se puede concluir que, a pesar de un crecimiento en el periodo del 2010 al 2013 en la utilización de obligaciones con instituciones financieras por parte de las PYMES del sector industrial, la mayor parte de su financiamiento lo realizan por medio de sus proveedores. Según los datos proporcionado por la Superintendencia de Compañías y Valores para el caso de la pequeña empresa este tipo de

obligaciones representa para el 2013 el 42,75% del total del Pasivo su valor haciende a USD 190 millones, la mediana empresa presenta el mismo comportamiento con el 43,97% registrando un monto de USD 471 millones, por lo tanto, demuestra aun la falta de participación del sistema bancario en el financiamiento de las PYMES del sector industrial.

En el siguiente gráfico se pretende observar como utilizan los recursos otorgados por el sistema bancario las PYMES.

Gráfico No 48
Destino del Crédito PYMES USD Millones



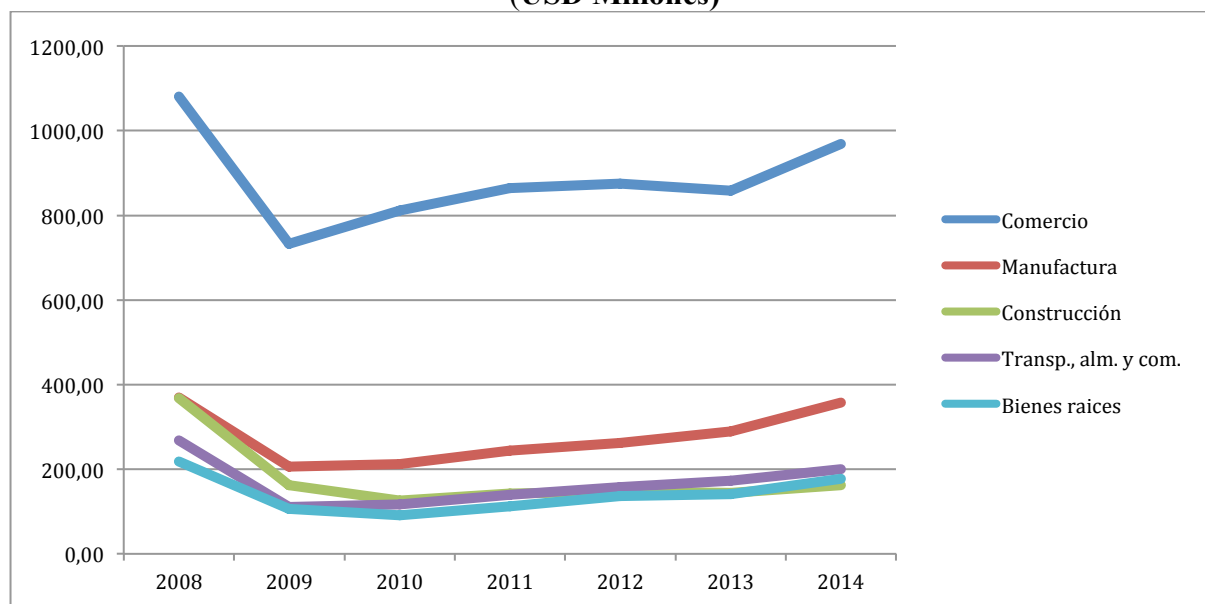
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: André Mejía

Bajo la metodología del Banco Central del Ecuador (BCE), los destinos de crédito se clasifican en siete segmentos, en el gráfico No 48 mostramos los dos más representativos. El capital de trabajo según el BCE (2015:2), es el financiamiento de corto plazo destinado a satisfacer las necesidades de liquidez de las empresas. Respecto a la Compra de Activos Fijos, esta clasificación está compuesta por activos fijos tangibles e intangibles (BCE, 2:2015). El volumen de crédito destinado a Capital de trabajo representa para el 2014 el 58% del total de volumen otorgado al sector de las PYMES, su participación desde el 2008 al 2014 ha sido en promedio del 74,49% en el total de créditos otorgados, su mayor valor lo alcanza en el 2008 con un monto de USD 2.039 millones, este decae para el 2010 en un 13% en comparación con el 2009, para los años siguientes la tendencia es creciente, es así como para el 2013 y 2014 el crédito del sector PYMES para Capital de Trabajo tuvo un crecimiento del 8% y 11% respectivamente.

La Compra de Activos Fijos, ha tenido en promedio una participación del 20,48% del total de créditos otorgados al sector de las PYMES durante el periodo 2008 - 2014, para el 2010 existe un significativo crecimiento del 231% en el financiamiento de Compra de Activos Fijos registrando un monto de USD 381 millones. En promedio desde el 2008 al 2014 el uso de los recursos para la Compra de Activos Fijos ha tenido un aumento del 32%, esto concuerda con el crecimiento en el nivel de Activos de las

PYMES en el análisis financiero realizado, para el 2014 se registra un crecimiento en los créditos para compra de activos de fijos del 12% respecto al 2013, con un monto de USD 533 millones. El Capital de Trabajo como la Compra de Activos Fijos son rubros esenciales para el funcionamiento de la empresa, el crecimiento de estos rubros responde a las perspectivas favorables a futuro que mantienen las PYMES, este comportamiento se ve reflejado en el caso del sector industrial, en el crecimiento de los activos de la pequeña y mediana empresa.

Gráfico No 49
Vol. Crédito por Actividad Económica segmento PYMES
(USD Millones)



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: André Mejía

El gráfico No 49 nos muestra la evolución en el volumen de crédito por actividad económica del segmento PYMES, de los cinco sectores con mayor participación en el total de volumen de crédito captado, juntos representan en promedio durante el periodo del 2008 al 2014 el 81% de participación en el total de volumen de crédito otorgado al sector de la pequeña y mediana empresa. Se puede observar que el sector del comercio capta la mayor parte de los recursos, esto se debe al número de empresas que se encuentran a nivel nacional, el cual como vimos es cerca de 12.445 compañías, durante el periodo analizado el volumen de crédito otorgado al sector mencionado tuvo un decrecimiento del 0,46%, es importante observar que para el 2014 existe un incremento del 13%, con un monto de USD 968 millones, representando el 42% del total del volumen de crédito otorgado a las PYMES.

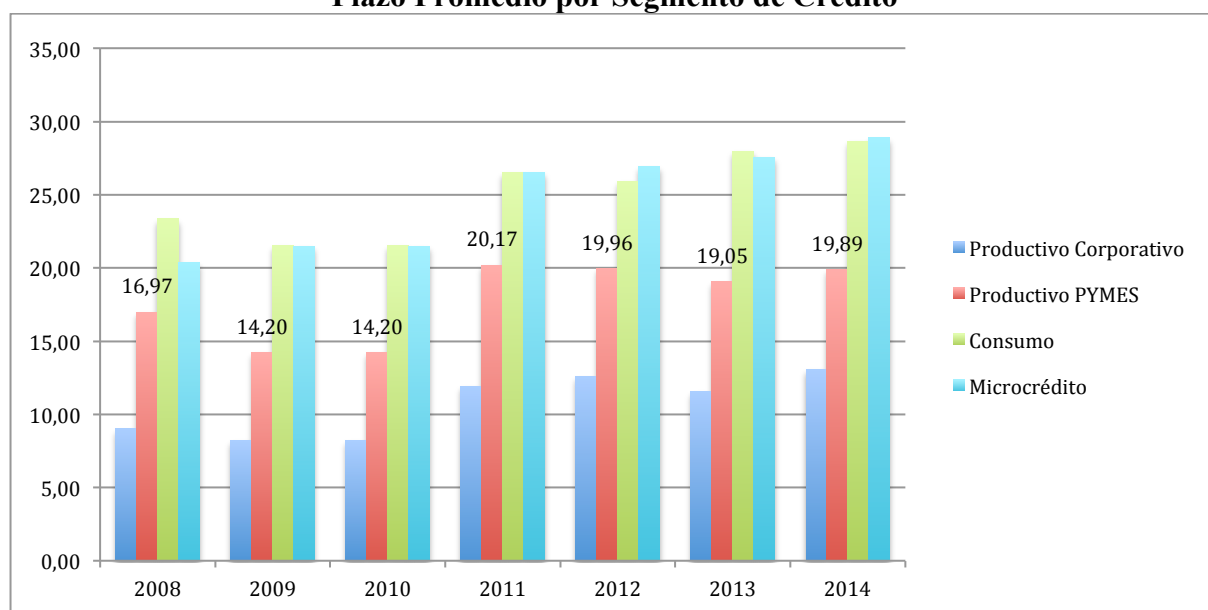
Para el caso del sector manufacturero en promedio durante el periodo analizado ha tenido un crecimiento del 3%, su participación en el total del volumen de crédito en promedio desde el 2008 al 2014 ha sido del 14%, al igual que el sector comercial el sector manufacturero registra un significativo crecimiento del 23% para el 2014 en comparación con el año anterior, registrando un monto de USD 357 millones. Respecto al sector de la Construcción para el 2014 presenta un crecimiento del 13% en comparación con el año anterior. Para el caso del sector del Transporte y Bienes Raíces, ambos

registran un crecimiento para el 2014 del 16% y 26% respectivamente. Como se puede observar el sector Manufacturero es una de las actividades económicas con mayor demanda de recursos.

3. Demanda de crédito de las PYMES por plazo

Una vez visto el volumen de crédito y su destino, es importante observar el plazo de los créditos otorgados, con el fin de entender cuáles son sus necesidades de financiamiento. La inversión en proyectos productivos necesita un financiamiento a largo plazo, como se mencionó, una de las problemáticas del sector financiero es el otorgar recursos para este tipo de inversiones.

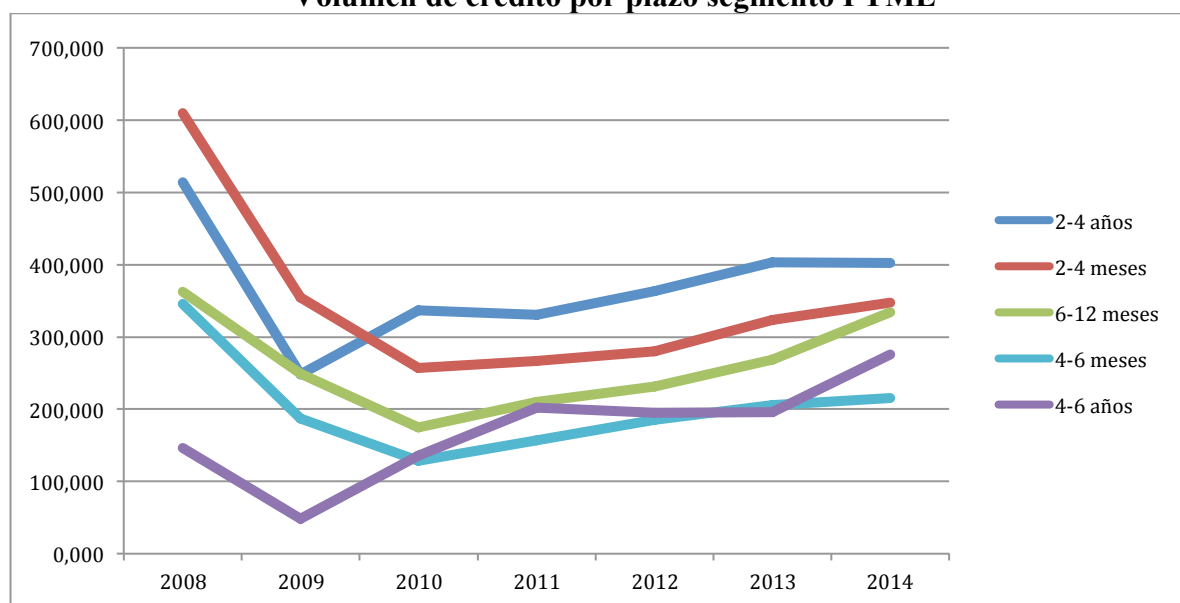
Gráfico No 50
Plazo Promedio por Segmento de Crédito



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborador por: André Mejía

En el gráfico No 50 se puede observar el plazo promedio por segmento de crédito desde el 2008 al 2014, se descartó el segmento de la vivienda debido a que sus plazos alcanzan los diez años distorsionando el análisis. En el gráfico No 50 es interesante observar que existe un mayor plazo en el nivel de créditos para consumo en comparación con el crédito para PYME, en promedio durante el periodo del 2008 al 2014 el plazo en el segmento de consumo es de 25 meses, a diferencia del segmento PYME cuyo plazo para el mismo periodo en promedio es de 17,77, una de las razones de este comportamiento, es que la mayor parte del destino del crédito de las pequeñas y medianas empresas es a capital de trabajo, es decir a solventar obligaciones de corto plazo, para el 2014 el crédito para la PYME alcanza un plazo promedio de 19,89 meses, un crecimiento del 4% con relación al 2013. Es importante observar como el microcrédito es uno de los segmentos con mayor plazo para el 2014, alcanza los 28,88 meses y en promedio durante el 2008 al 2014 este ha tenido un plazo promedio de 24,75 meses. Para evidenciar de mejor manera la demanda de crédito por plazo es necesario el siguiente gráfico.

Gráfico No 51
Volumen de crédito por plazo segmento PYME



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: André Mejía

El gráfico No 51 muestra los cinco plazos más demandados por las PYMES para el 2014, representando para el 68,2% del total del crédito otorgado hacia las PYMES, al analizar su evolución en el tiempo, se puede evidenciar que durante el 2008 al 2009 el plazo con mayor volumen de crédito es de 2 a 4 meses, para el 2011 el plazo de 2 a 4 años dominaba registrando un monto de USD 267 millones, lo cual genera una participación del 18,19% en el total del volumen de crédito otorgado al sector, en el 2014 sigue siendo uno de los plazos de mayor demanda para la PYME, registrando una participación en el volumen total de créditos otorgados del 17,42%, por otro lado es importante evidenciar el constante crecimiento que ha tenido el plazo de 4 a 6 años, durante el periodo del 2008 al 2011 registra un crecimiento del 33%, el mayor con respecto a los diferentes plazos observados en el gráfico No 51, para el 2014 su crecimiento fue del 41%, lo cual es importante para proyectos productivos.

Por otro lado, para el 2014 son los créditos menores a un año los que poseen la mayor participación en el total de créditos otorgados hacia las PYMES, estos representan el 56,01%. A pesar que durante el periodo del 2008 al 2014 fueron los créditos menores al año quienes tuvieron una mayor participación en el nivel de créditos (57,48%), se registra durante el periodo mencionado un crecimiento del 4% en los créditos mayores al año, a diferencia de los créditos a corto plazo con un decrecimiento del 1,41%.

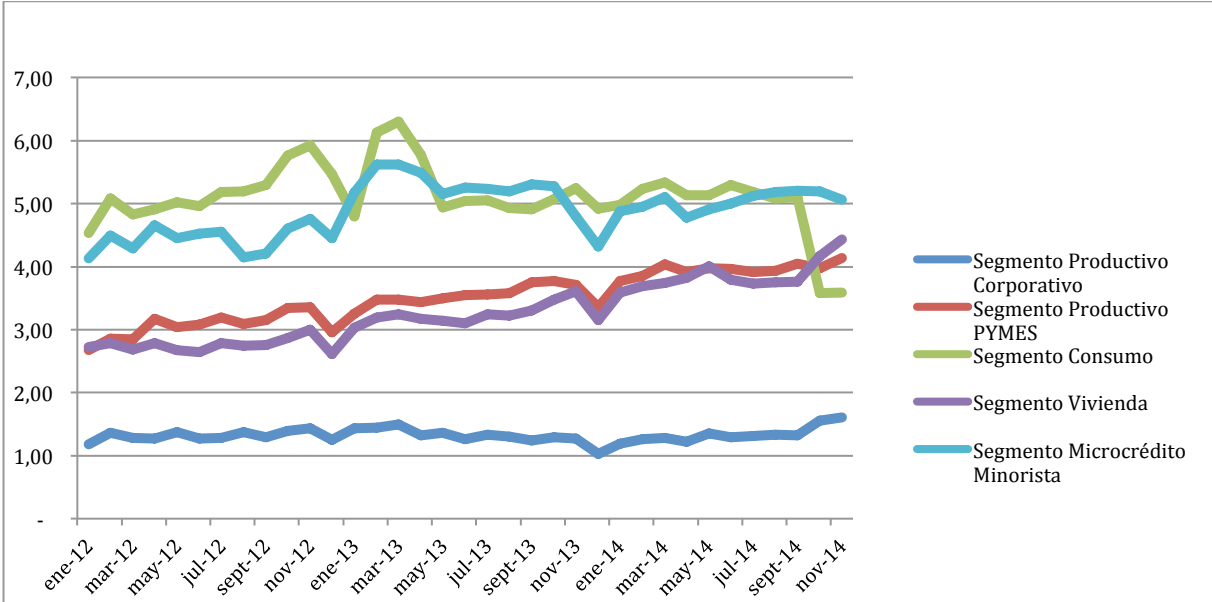
Se puede concluir que las perspectivas de inversión de las PYMES se encuentran cambiando, existe un crecimiento en el demanda de créditos mayores al año y eso lo podemos observar en el incremento de créditos otorgados en los plazos de 2 a 4 años y de 4 a 6 años, una de las razones de la alta demanda de créditos a corto plazo, es la necesidad de liquidez, si analizamos los datos de la pequeña empresa para

el 2013, en conjunto el pasivo corriente representa una mayor cantidad que el activo corriente³, adicional la mayor parte de los créditos otorgado hacia las PYMES se destina al Capital de Trabajo, por otro lado las perspectivas macroeconómicas influyen en el endeudamiento en el largo plazo, la estabilidad política, conjuntamente con perspectivas económicas favorables durante el periodo del 2008 al 2014 han promovido la demanda de créditos mayores a un año.

4. Morosidad cartera de crédito PYMES

Para finalizar con el análisis del financiamiento bajo el sistema bancario de las PYMES, resulta necesario observar su solvencia por medio de la evolución de la morosidad de la cartera de crédito destinada al sector mencionado.

Gráfico No 52
Morosidad de Cartera



Fuente: Banco Central de Ecuador
Elaborado por: André Mejía

El gráfico No 52 nos muestra la evolución de la cartera morosa de crédito para los diferentes segmentos, es claro que uno de los mejores pagadores es el segmento productivo, registra las tasas más bajas de morosidad, para el 2014 registra en promedio una morosidad de 1,34% mayor en un 2% al 2013, en segundo lugar se encuentra la cartera de vivienda la cual presenta una morosidad promedio para el 2014 del 3,86%, con un crecimiento del 19% en comparación con el año anterior. El mismo comportamiento se registra para el segmento PYME, para el 2014 la tasa de morosidad es de 3,96%, un crecimiento del 12% respecto al 2013. Se puede observar que el crédito destinado al consumo es uno de los más riesgosos debido a que su tasa de morosidad es la más alta de los segmento analizados en el gráfico No 52, para el 2014 registra una caída en su tasa de morosidad del 7% con una tasa de 4,88%, para el 2013 la tasa de morosidad ascendía a 5,26%, a pesar de su riesgo, es el segundo crédito

³ Según los datos de la Superintendencia de Compañías para el 2013 la pequeña empresa en su conjunto registra un déficit en su liquidez ya que al sumar la resta del Activo Corriente con Pasivo Corriente este registra un déficit de USD 1.205 millones

que más recursos se otorga en el mercado monetario, lo cual resulta peligroso para la estabilidad del sistema financiero, como lo observamos anteriormente para el 2014 su participación en el total de créditos desembolsados por la banca privada fue del 28%. El segmento de microcrédito por su parte registra una caída en el 2014 en su tasa de morosidad del 3%, obteniendo una tasa de 5,04%, en comparación con los demás segmentos, la cartera de microcrédito es la más riesgosa.

Podemos concluir con el análisis realizado al sistema financiero, que una de las principales problemáticas para el segmento PYME es su baja participación en el total del volumen de crédito, para el 2014 este ocupa apenas el 8,47%, de los cuales el 42% es dirigido para el sector del comercio y solo el 14% es destinado al sector industrial, por lo tanto existe una grave distribución de los recursos por parte del sistema financiero, como se observó anteriormente la participación de créditos en el pasivo de las empresas es apenas del 16% para la mediana industria y el 12% para la Pequeña. A esta situación debemos sumarle que la mayor parte de los recursos se los destina al segmento de crédito consumo, por lo tanto, si el objetivo es incentivar el crecimiento del sector productivo del país este ciclo de financiamiento debe cambiar y actuar a favor de sectores que generen valor agregado, que permitan cumplir con uno de los objetivos de la planificación de desarrollo nacional, el cual es aumentar la participación de las PYMES del sector industrial en la economía ecuatoriana.

Con respecto al destino del crédito por parte de las PYMES, la mayor parte de los recursos captados se dirigen al capital de trabajo, es decir a solventar la liquidez de las empresas. Para aumentar el crecimiento productivo del sector de las PYMES, las inversiones deben ser dirigidas primordialmente a la compra de activos, con la ayuda de créditos que superen el año de cancelación de la deuda, una de las alternativas para mejorar la asignación de los recursos y sean orientados hacia una mayor participación en la economía ecuatoriana del sector industrial de las PYMES, es el mercado de valores.

Alternativas de financiamiento

El análisis realizado sobre el Mercado de Valores y el Sistema Bancario, demuestran una grave tendencia al asignar los recursos a sectores que impiden un cambio en la estructura económica del país, el Mercado de Valores se ha enfocado en aumentar la liquidez del mercado monetario y no ha cumplido con su finalidad principal la cual es destinar los recursos de las unidades superavitarias a las unidades deficitarias, en este caso el sector real de la economía, el funcionamiento del mercado de valores ha servido para mejorar las condiciones de las instituciones financieras y el financiamiento del sector público, Stallings (2006:156) realiza una descripción bastante acertada sobre las condiciones en las que el Ecuador y los países de la región viven. Las economías emergentes, incluyendo las de América Latina y Asia Oriental, han tenido sistemas financieros basados en los bancos, con mercados de capitales pequeños y de bajo desarrollo, los bonos tienden a estar dominados por deuda pública y ser poco profundos, con un bajo dinamismo en sus operaciones, las mismas características presenta el mercado de acciones, con pocas emisiones y baja liquidez. Esto ha ocasionado que el sistema bancario sea la principal fuente de financiamiento, tanto para el sector público como el privado. El mercado de valores es una alternativa de financiamiento, que permitirá solventar las necesidades de recursos por parte del sector industrial y mejorar las opciones de inversión de las unidades superavitarias.

Para el siguiente análisis se expondrá las diferentes alternativas de financiamiento para las PYMES en el mercado de valores, se detallará las condiciones para poder acceder a estos tipos de financiamiento, los costos asociados para la emisión de títulos, al terminar se observará si las condiciones actuales del mercado de valores ecuatoriano permiten el acceso al financiamiento del sector industrial de las PYMES.

a) Proceso de cotización en bolsa

Se puede decir que el proceso de emisión de títulos valores, consta de cuatro fases hasta poder cotizar en la bolsa; la primera fase sería el análisis de la información, en la cual se encuentra la revisión y evaluación de la información financiera, revisión de la información legal y societaria de la empresa, revisión de proyecciones de los flujos y estados financieros, a partir de esta información se realizan las recomendaciones de las condiciones financieras de la emisión. La segunda fase es el proceso de Emisión y Estructuración, en esta parte consta de la coordinación y contratación de un representante de Obligaciones, Calificadora de riesgos, Agente pagador, entre otros requisitos para la emisión de obligaciones, adicional se debe elaborar el prospecto de oferta pública y la recolección de información a presentar a la Calificadora de Riesgo, la revisión del informe preliminar con el emisor y por ultimo proponer los diseños de los títulos valores y la circular de oferta pública. La tercera fase se basa en la Inscripción en Órganos de Control, esto se refiere a la entrega de la información necesaria para el ingreso del proceso de aprobación a la Superintendencia de Compañías, coordinar la resolución de observaciones realizadas por esta institución, coordinar las publicaciones en prensa correspondientes, presentar la documentación necesaria para la inscripción de la emisión en la Bolsa de Valores, coordinar la carga de las estructuras financieras en los sistemas transaccionales. Para la última fase es la colocación, las acciones a realizar es; coordinar el proceso de pre venta con los potenciales inversionistas, coordinar la venta de los títulos valores su liquidación, compensación y transferencia (ASOCAVAL, 2014:19).

Para la segunda de fase del proceso de emisión de títulos valores; la oferta publica es la propuesta dirigida al público general, o a sectores específicos de acuerdo con las normas dictadas por la Junta de regulación del Mercado de Valores, con el objetivo de negociar valores en el mercado, la oferta puede ser primaria o secundaria, los valores que se emitan deberán ser desmaterializados (LMV, 2014:9), los requisitos para poder realizar la oferta pública según la Ley de Mercado de Valores Art. 12 son los siguientes:

- Tener la calificación de riesgo para aquellos valores representativos de deuda o provenientes de procesos de titularización
- Encontrarse inscrito en el Registro del Mercado de Valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos
- Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la superintendencia de compañías
- Cumplir con los requisitos de estandarización de emisiones

La Superintendencia de Compañías y Valores procederá con la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores una vez que los emisores hayan proporcionado la información completa sobre la situación financiera y jurídica (LMV, 2014:8).

En el caso de que la oferta pública de valores se realice en el Registro Especial Bursátil (REB), los requisitos los establecerá la Junta de Regulación Monetaria. Para el caso del prospecto este varía dependiendo del título valor a emitir, la información que debe contener el prospecto lo veremos en las diferentes alternativas de financiamiento.

Por su parte el prospecto según e Art. 13 de la “Ley de Mercado de Valores”, es el documento que posee las características de los valores a ser emitidos, los datos de información relevantes respecto al emisor, este documento deber ser aprobado por la Superintendencia de Compañías (LMV, 2014:10). Una vez visto de manera general el proceso de emisión y oferta pública de títulos valores es momento de observa las diferentes alternativas y sus respectivos requisitos para poder cotizar en bolsa.

1. Emisión de obligaciones

Según el mercado de valores ecuatoriano, las obligaciones son valores de contenido crediticio representativos de deuda que están a cargo del emisor, la emisión de este tipo de valores, se efectuará por medio de un contrato que debe elevarse a escritura pública y ser otorgado por el emisor y por el representante de las obligaciones. Podrán emitir obligaciones las personas jurídicas de derecho público o privado, sucursales de las compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador, adicional podrá emitirse obligaciones sindicadas efectuadas por más de un emisor en un solo proceso de oferta pública, se identificará como obligaciones aquellos títulos valores de renta fija que superen los trescientos sesenta días desde su emisión hasta su vencimiento (LMV, 2014:64).

La escritura pública es un contrato que al menos deberá contener entre los requisitos más importantes, términos y condiciones de la emisión, indicaciones de la garantía general, Limitaciones de endeudamiento, objetivo de la emisión, indicaciones sobre el representante obligacionista y determinación de su remuneración e indicaciones del agente pagador. El representante legal, es parte de los requisitos para la emisión de obligaciones, esta representación deberá celebrarse con una persona jurídica, especializada en el tema, con el objetivo de que este defienda los derechos e intereses que correspondan a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión, adicional el representante de los obligacionistas deberá asumir responsabilidad solidaria con el emisor (LMV, 2014:66), los representantes de los obligacionistas podrán ser los siguientes; las casas de valores inscritas en el Registro del Mercado de Valores y los estudios jurídicos con especialización bursátil, domiciliados en el Ecuador (BVQ, 2014:2).

Uno de los requisitos primordiales para la emisión de obligaciones o títulos representativos de deuda, requiere de la calificación de riesgo, realizada por las calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores. Entre las áreas de análisis para la calificación se encuentra; el análisis macroeconómico y microeconómico empresariales del emisor, se observa el entorno económico y

riesgo sectorial, la posición en el mercado tanto del emisor como del garante y su solidez financiera entre otros, a esto se le debe sumar los criterios en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e interés, capacidad de generar flujos, consideraciones en la calidad de los activos, riesgos con respecto a los activos que respaldan la emisión, entre otros (CNV;2007:119). Una vez realizada la evaluación y bajo decisión del comité de calificación se haya aprobado por lo menos con el ochenta por ciento de los integrantes del comité, la calificación de riesgo podría estar entre siete categorías desde AAA hasta E, siendo AAA la máxima calificación y E la más baja, en el caso de la AAA, esta corresponde a valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago de intereses y capital, en términos y plazo pactados, lo contrario para E, corresponde a valores cuyos emisores y garantes no tienen capacidad para el pago de capital e intereses, o pueden encontrarse en estado de suspensión de pagos o no cuentan con activos suficientes en caso de quiebra o liquidación (CNV, 2007:122).

Se debe incluir en el proceso de emisión de títulos valores representativos de deuda, una garantía general y podrá también adicionar una garantía específica. La garantía general contempla la totalidad de los activos no gravados del emisor (LMV, 2014:64), este determinará también el monto máximo a emitir amparado en la garantía general, para el cálculo del monto a emitir se lo realizará por medio de la resta del total de activos con los siguientes rubros:

“Los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor” (CNV, 2007:162).

Una vez realizado las deducciones descritas, del saldo obtenido, el 80% es el monto máximo a emitir (CNV, 2007:162). Con respecto a las garantías específicas consiste en respaldos sobre activos específicos; prendas, hipotecas, avales, pólizas de seguro, certificados de depósitos de mercaderías de fácil realización, entre otras (CNV, 2007:163). Para el caso de emisiones de obligaciones sindicadas, se requiere una garantía general y específica, para este último la garantía será solidaria respecto a todos los emisores que se encuentren en la oferta pública.

Como se observó entre los requisitos para la oferta pública de títulos valores es necesario según la Junta de Relación del Mercado de Valores que contemple con la siguiente información (CNV, 2007:160):

- Información correspondiente al Emisor: Razón social, RUC, Dirección, Fecha de inscripción en el Registro Mercantil, Duración de la Compañía, Objeto Social, Capital suscrito, entre otros.

- Descripción del negocio del emisor: Descripción del entorno económico, principales líneas de productos, políticas de inversión, factores de riesgo y estrategia de desarrollo.
- Características de la emisión: Fecha del acta de la junta general de accionistas, Monto y plazo de emisión, Valor nominal de las obligaciones, tasa de interés o rendimiento, Forma de amortización, Convenio de representación, informe de la calificación de riesgo, entre otros.
- Información económica: Se proporcionará la siguiente información financiera comparativa de los tres últimos ejercicios económicos, Estados Financieros auditados, indicadores de solvencia, eficiencia, liquidez, apalancamiento y rentabilidad, flujo de efectivos.
- Declaración juramentando que la información presentada es fidedigna.
- Declaración bajo juramento otorgada ante Notario Público por el representante legal.

Para concluir con el proceso de emisión, una de las disposiciones del Junta de Regulación del Mercado de Valores, es la designación de un agente pagador, el cual puede ser la propia emisora o una institución financiera que se encuentre regulada por la Superintendencia de Bancos y Seguros (CNV, 2007:156).

Una vez recolectada toda la información correspondiente, esta debe ingresarse a la Superintendencia de Compañías y Valores (SCV), para la aprobación del emisor y la inscripción de las obligaciones en el Registro de Mercado de Valores, una vez inscrita es obligatorio, de que los emisores registrados difundan la información proporcionada en forma continua. La SCV emitirá la resolución aprobando la emisión de obligaciones, esta se expedirá en un plazo de quince días, la cual será publicada en un diario de amplia circulación, una vez el Registro del Mercado de Valores reciba la publicación de la resolución respectiva, efectuará la inscripción en el plazo máximo de tres días, finalizado el plazo, entregará un certificado de inscripción.

Adicional a los requisitos dispuestos por la Ley de Mercado de Valores (LMV) y la Junta de Regulación del Mercado de Valores, se debe cumplir con la normativa de la Bolsa de Valores, para el caso de la Bolsa de Valores de Quito, se debe enviar una solicitud firmada por el representante legal, Copia de la escritura pública de la constitución de la compañía, razón de la inscripción en el Registro Mercantil, Estados financieros y en el caso de ser nueva, la descripción de la factibilidad del proyecto de la empresa (BVQ, 2007:12). Para el caso de obligaciones, se deberá presentar un informe completo de la calificación de riesgo, el flujo de fondos proyectado durante el plazo de la emisión, balances no auditados del emisor, del último mes anterior a la fecha en la que presente la solicitud y los estados financieros del emisor proyectados durante la vigencia de la emisión (BVQ, 2007:15). El proceso de aprobación por parte de la Bolsa de Valores de Quito (BVQ), es de tres días, una vez aprobado, la BVQ inscribirá en sus registros al emisor y a sus valores. La BVQ notificará a todas las bolsas de valores y fijará un día de negociación, una vez finalizado y aprobado los requisitos de la BVQ los títulos valores entrarán en cotización (BVQ, 2007:17).

i. Costos emisión de obligaciones

Para estimar los costos asociados a la emisión de obligaciones, fue necesario analizar todo el proceso de intermediación por parte de la casa de valores, respecto a la estructuración y colocación de títulos valores en bolsa y observar los costos que inciden las empresas, en la calificación de riesgo,

inscripción en el Registro Mercantil y trámites legales (SCV, 2011:2). Para el levantamiento de costos de emisión de valores, nos basaremos en los datos proporcionados por la casa de valores ACCIVAL, la cual según el ranking de la Bolsa de Valores de Quito se encuentra en la segunda posición referente al número de transacciones realizadas, con un valor para el 2015 de USD 142 millones, bajo esta información recopilada se obtuvo el siguiente resultado.

Cuadro No 15
Emisión de Obligaciones

TASA SUGERIDA 2014	7,94%
MONTO	3.200.000,00
PLAZO	4 Años

	COSTOS Y GASTOS A INCURRIR	% SOBRE LA EMISIÓN	VALOR A PAGAR
VALORES FIJOS	Estructuración Financiera	0,44%	14.000,00
	Estructuración Legal	0,25%	8.000,00
	Colocación	0,38%	12.000,00
	Generación de Prospectos y Arte Digital	0,05%	1.600,00
	Calificadora de Riesgos	0,40%	12.800,00
	Representación de Obligacionistas	0,25%	8.000,00
	Agente de Manejo (Fideicomiso)	0,00%	
	Comisiones de venta Bolsa de Valores	0,11%	3.600,00
	Desmaterialización de Valores	0,05%	1.600,00
VALORES ESTIMADOS	Costos Legales (Notarías, escrituras)	0,08%	2.500,00
	Inscripción por primera emisión en Bolsa de Valores	0,06%	2.000,00
	Inscripción en el R.M.V.	0,05%	1.500,00
	Mantenimiento de la inscripción R.M.V.	0,00%	
	Publicaciones en prensa	0,00%	
	TOTAL	2,11%	67.600,00

Fuente: ACCIVAL, Bolsa de Valores de Quito, Class International Rating
Elaborado por: André Mejía

El monto a emitir, se determinó por medio del total de activos que puede tener una PYME según la resolución de la Superintendencia de Compañías y seguros artículo primero el cual puede tener hasta USD 4 millones de activos. Según la Junta de Regulación del Mercado de Valores Art13. El 80% de este valor puede emitirse en títulos valores de deuda, con respecto al plazo se determinó por medio del análisis de la demanda de crédito bancario por plazo, una de las más demandadas a largo plazo por parte de las PYMES es de dos a cuatro años. El total de costos incurridos representa el 2,11% de la deuda, a pesar de que los valores que se visualizan en el cuadro son los iniciales para la emisión de Obligaciones, se debe tener en cuenta costos asociados a mantener la calificación de riesgo y el mantenimiento de la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, lo cuales tienen un costo anual, para el caso de la Calificación de Riesgo de USD 12.800 mil según la tabla de tarifas de la calificadora “Class International Rating” y para el mantenimiento en el Registro de Mercado de Valores de USD 1.500, los cuales deben incluirse en el cálculo. En cuanto a la tasa sugerida, se realizó por medio del análisis de tasas de obligaciones con calificación AA- la cual es la más baja en

comparación con las calificaciones otorgadas para el 2014, el promedio de las tasas bajo esta calificación es de 7,93%, al tener un nivel de riesgo mayor que otras obligaciones la rentabilidad también debe aumentar, es así como estos título valores poseen el rendimiento más alto entre 7,75% y 8% según los datos proporcionados por la Superintendencia de Compañías en su boletín del 2014.

A pesar de que la tasa es baja para el caso de una PYME, son los costos iniciales y el monto mínimo a emitir que no permiten el ingreso de la pequeña y mediana empresa en el mercado de valores, como se puede observar el valor a pagar inicial estimado de la deuda es de USD 67.600, lo cual representa un rubro significativo para la empresa, por lo tanto, si una PYME desea financiarse en el mercado de valores, esta barrera de entrada impide su objetivo. Una de las soluciones para este caso es la asociación de PYMES, como se mencionó anteriormente, la Ley del Mercado de Valores permite que uno o más emisores participen en una sola oferta pública, esto ocasiona que no solo una pequeña o mediana empresa se beneficie de la tasa del mercado de valores, los costos a incurrir pueden ser distribuidos entre los emisores, al igual que los montos captados por la emisión. Según ACCIVAL el plazo promedio aproximado hasta vender el primer título valor en la bolsa es de tres meses.

2. Obligaciones a corto plazo

Para el caso de Obligaciones de Corto Plazo o Papeles Comerciales, al ser títulos representativos de deuda, se deben cumplir con los mismos requisitos normativos de las obligaciones a largo plazo, la diferencia se encuentra, en que la garantía a aplicar solo será general y el plazo debe ser inferior a los trescientos sesenta días.

Otra de las principales diferencias es sobre la oferta pública, únicamente se requerirá una circular de oferta pública que contendrá (LMV, 2014:68):

- La información legal, económica y financiera actualizada del emisor
- Monto de la emisión
- Modalidades y Características de la emisión
- Lugar, fecha de pago de capital e interés
- Menciones que deberán tener los títulos
- Restricciones que se someterá el emisor.

La oferta pública para este tipo de obligaciones no requiere de una escritura pública, como medida el representante legal de la empresa emisora deberá incluir en la circular una certificación juramentada de la veracidad de la información divulgada, al ser un valor representativo de deuda deberá tener una calificación de riesgo, la cual será evaluada en los mismos ámbitos de la obligación a largo plazo, y el resultado puede ir en las mismas siete categorías desde AAA hasta E. Con lo referente al proceso en el Registro de Mercado de Valores (RMV) y el proceso de aprobación tanto en la Superintendencia de Compañías y Valores como en la Bolsa de Valores de Quito o Guayaquil, deben cumplir con la misma normativa que las obligaciones a largo plazo (CNV, 2015:172).

i. Costos papel comercial

Cuadro No 16
Emisión de Papel Comercial

TASA SUGERIDA 2014	6,83%
MONTO	3.200.000,00
PLAZO	360 Días

	COSTOS Y GASTOS A INCURRIR	% SOBRE LA EMISIÓN	VALOR A PAGAR
VALORES FIJOS	Estructuración Financiera	0,39%	12.500,00
	Estructuración Legal	0,23%	7.500,00
	Colocación	0,31%	10.000,00
	Generación de Prospectos y Arte Digital	0,05%	1.600,00
	Calificadora de Riesgos	0,40%	12.800,00
	Representación de Obligacionistas	0,25%	8.000,00
	Agente de Manejo (Fideicomiso)	0,00%	
	Comisiones de venta Bolsa de Valores	0,11%	3.600,00
	Desmaterialización de Valores	0,05%	1.600,00
VALORES ESTIMADOS	Costos Legales (Notarías, escrituras)	0,08%	2.500,00
	Inscripción por primera emisión en Bolsa de Valores	0,06%	2.000,00
	Inscripción en el R.M.V.	0,05%	1.500,00
	Mantenimiento de la inscripción R.M.V.	0,00%	
	Publicaciones en prensa	0,00%	
	TOTAL	1,99%	63.600,00

Fuente: ACCIVAL, Bolsa de Valores de Quito, Class International Rating
Elaborado por: André Mejía

Para el caso de emisión de papeles comerciales, se realizó el cálculo de la tasa por medio del análisis de la emisión de este tipo de instrumento de renta fija, tasa que se determinó realizando el promedio de los rendimientos de los títulos valores con calificación AA+, calificación más baja en comparación con los demás papeles comerciales emitidos, dando como resultado una tasa de 6,83%, al igual que las obligaciones se determinó el monto, por medio de la resolución de la Superintendencia de compañías, y la Junta de regulación del Mercado de Valores, determinando que el 80% de los USD 4 millones de activos de la PYME, podrán ser emitidos. El papel comercial al ser un título valor de corto plazo no puede sobrepasar el año por lo que se determinaron los 360 días estipulados en la Ley de Mercado de Valores.

En el cuadro se puede observar los costos y gastos incurridos en el proceso de emisión de papeles comerciales, dado que el plazo no supera el año, no se incurre en los costos de mantenimiento, en la calificación de riesgo y la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, otra de las diferencias en los costos respecto a las Obligaciones a largo plazo, es el valor de la estructuración y colocación de valores, es así como el valor para poder cotizar papeles comerciales en bolsa es de USD 63.600.

3. Titularización

El proceso de titularización se basa en la emisión de títulos valores negociables en el mercado bursátil, emitidos bajo el respaldo de un patrimonio autónomo. Para el proceso de titularización es necesario tres partes; El originador, el cual puede ser una persona natural o jurídica, de derecho público o privado, extranjeras o nacionales, propietaria de los activos o derechos de los flujos a ser titularizados, adicional es necesario el Agente de Manejo, el cual es una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que debe cumplir con las funciones de: obtener las autorizaciones que se requieran para el proceso de titularización de valores que vayan a ser colocados mediante oferta pública, deberá recibir por parte del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados, emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo, colocar los valores emitidos por medio de oferta pública, administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo y distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos. El agente de manejo será responsable de la buena administración de los activos o derechos entregados, no responderá de los resultados obtenidos (LMV, 2014:56).

El patrimonio de propósito exclusivo, será siempre del emisor, el cual es un patrimonio independiente integrado a los activos transferidos por el originador, respaldará la respectiva emisión de valores, por lo que los inversionistas solo podrán perseguir el reconocimiento de sus derechos en el patrimonio de propósitos exclusivos, este constará con su propio balance distinto al patrimonio del originador, posteriormente pasara a los activos, pasivos y contingentes que diera como resultado del proceso de titularización. La tercera parte del proceso de titularización, son los inversionistas que adquieren los valores emitidos por el originador (LMV, 2014:56).

Los procesos de titularización deberán llevarse a cabo por medio de fideicomisos mercantiles. El agente de manejo podrá fijar un punto de equilibrio financiero, este determinará el inicio del proceso de titularización, según la Ley de Mercado de Valores Art. 143 los activos o bienes susceptibles a ser titularizados pueden ser (LMV, 2014:57):

- Valores representativos de deuda pública
- Valores inscritos en el registro del Mercado de Valores
- Cartera de créditos
- Inmuebles
- Bienes o derechos existentes que posea el originador, susceptibles de generar flujo futuro determinables, con base en estadísticas o en proyecciones.
- Derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas
- Proyectos susceptibles a generar flujos futuros determinables

La transferencia de activos del originador hacia el patrimonio autónomo se realizará bajo el título de fideicomiso mercantil. Los valores a emitirse debido al proceso mencionado pueden ser tres. (LMV, 2014:58):

- Valores de contenido crediticio: Los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, provenientes

del fideicomiso mercantil y bajo las condiciones de los valores emitidos, los activos que componen el patrimonio del fideicomiso respaldarán el pasivo adquirido por los inversionistas.

- Valores de participación: Para este caso los inversionistas adquieren una participación en el patrimonio de propósito exclusivo, esto hace que el inversionista participe en los resultados que arroje dicho patrimonio generado por el proceso de titularización.
- Valores mixtos: Los inversionistas adquieren valores que combinan las características de los valores crediticios y los valores de participación, bajo los términos y condiciones de la titularización.

Para realizar el procedimiento de emisión de valores derivados de una titularización es necesaria la autorización de la Superintendencia de Compañías, para esto se debe presentar la siguiente información; Solicitud de autorización de oferta pública y de inscripción en el R.M.V., la generación del prospecto de oferta pública, el estudio sobre la forma de generación de los flujos futuros, este deberá concordar con la vigencia de los valores emitidos, declaración juramentada del representante legal, estudio técnico económico detallado que incluya razonablemente la viabilidad legal, técnica y financiera. Una vez presentada la información mencionada la Superintendencia de Compañías expedirá la autorización correspondiente al proceso de titularización (CNV, 2007:181).

En el Ecuador existen cuatro tipos de titularización, estos son; Titularización de cartera, Titularización de inmuebles, Titularización de proyectos inmobiliarios y Titularización de flujos de fondos en general, este último es el proceso de emisión que más se adapta a la actividad económica de las PYMES del sector industrial, para este caso, el originador transfiere al patrimonio de propósito exclusivo, la propiedad de un bien o activo existente al momento de dicha transferencia que genere flujos futuros y que pueda ser realizable y vendible, el monto a emitir no podrá exceder el noventa por ciento del valor presente de los flujos proyectados, de acuerdo al presupuesto, estudio o documento que se presente durante el plazo de emisión, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la Tasa Activa Efectiva Referencial del segmento productivo corporativo, señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente (CNV, 2007:185). Para el caso de flujos futuros de bienes que se espera que existan, el originador transfiere al patrimonio de propósito exclusivo, derechos de cobro sobre flujos futuros de fondos determinables, el monto de emisión no excederá del cincuenta por ciento del valor presente de los flujos proyectados, descontado a una tasa que no podrá ser inferior a la tasa activa efectiva referencial para el segmento productivo corporativo señalado en el Banco Central del Ecuador. Para los dos casos el monto resultante no podrá exceder el 80% de la garantía general constituida (CNV, 2007:185).

Una vez estructurada toda la información mencionada y entregada a la Superintendencia de Compañías, esta emitirá en el plazo de quince días, la correspondiente resolución ordenando la inscripción en el Registro del Mercado de Valores, el R.M.V deberá efectuar la inscripción en un plazo máximo de tres días (CNV, 2007:15). Para el mantenimiento de la inscripción de los valores provenientes de titularización el agente de manejo deberá emitir en forma mensual la siguiente información; Monto colocado, plazo y rendimiento, valor total de los documentos en circulación, información sobre los compradores de los documentos. Finalizado el plazo de oferta pública, deberá remitir un informe detallado sobre la situación del proceso de titularización (CNV, 2007:191). Una vez inscrito en el R.M.V. se deberá inscribir en la Bolsa de valores de Guayaquil o Quito, para este

último los requisitos son: Presentar la solicitud firmada por el Representante Legal, copia de la inscripción en el Registro Mercantil, copia de la escritura pública que contenga los últimos aumentos de capital, estados financieros individuales y consolidados del mes anterior a la inscripción, adicional para el caso de titularización, se debe presentar la amortización de escenarios: optimistas, pesimistas y moderados y la proyección de gastos del fideicomiso. Una vez recopilada y entregada la información a la Bolsa de Valores de Quito (BVQ), se emitirá la aprobación en el plazo de tres días, se difundirá la información relativa a la inscripción del emisor y sus valores entre los intermediarios del mercado y se procederá con la cotización en el mercado bursátil (BVQ, 2007:17)

Para la calificación de riesgo de la titularización, los aspectos a considerar según el Consejo Nacional de Valores Art. 18 son; La capacidad de los activos integrados al patrimonio de propósitos exclusivos para generar los flujos futuros, criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio exclusivo, estructura administrativa, posicionamiento y experiencia del Agente de manejo del fideicomiso y la consideración de riesgos en los activos del originador que respaldan la titularización (CNV, 2007:119). Las categorías de calificación de riesgo para el caso del proceso titularización se componen por siete categorías desde la AAA hasta la E, siendo la AAA la mayor calificación y la E de menor (CNV, 2007:125).

Respecto a las garantías que debe presentar los originadores de la titularización según la Ley de Mercado de Valores Art. 150, el emisor deberá constituir al menos uno de los siguiente mecanismo de garantía; Subordinación de la emisión, esta consiste en que el originador o terceros debidamente informados suscriban una porción de los valores emitidos, a dicha porción se imputará los siniestros o faltantes de activos, mientras que la porción colocada en el público se cancelara con el capital e intereses. La Sobrecolateralización, consiste en que el monto de los activos de la titularización exceda al valor de los valores emitidos en forma tal que cubra el índice de siniestralidad. Exceso de flujo de fondos, para este caso el flujo de fondos generado por los activos titularizados debe ser superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos. Otro mecanismo es el Contrato de apertura de crédito, consiste en disponer de líneas de crédito por parte del originador a favor del patrimonio de propósito exclusivo. Y el Fideicomiso de Garantía, consiste en la constitución de patrimonios independientes que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de los derechos de los inversionistas (LMV, 2014:60).

i. Costos titularización

Para la determinación de los costos de titularización, se estimó el monto máximo a emitir dado el valor en activos de una PYME según la Superintendencia de Compañías, el cual es de USD 4 millones, y el porcentaje máximo a emitir determinado por la Junta de Regulación del mercado de valores Art. 5, no debe exceder del 80% del activo libre de gravamen del originador, la tasa sugerida se establece según los datos proporcionados por Superintendencia de Compañías comparando los rendimientos en las titularización emitidas en el 2014, para esto se tomó el promedio de las tasas de interés de los títulos valores de menor calificación, los cuales fueron AAA- obteniendo el 8,15%, en cuanto el periodo se estimó acorde a la demanda de crédito por plazo en el sistema bancario por parte de las PYMES estos datos presentados anteriormente fueron obtenidos por el Banco Central del Ecuador. Dando como resultado el siguiente cuadro.

Cuadro No 17
Emisión Titularización

TASA SUGERIDA 2014	8,15%
MONTO	3.200.000,00
PLAZO	4 años

	COSTOS Y GASTOS A INCURRIR	% SOBRE LA EMISIÓN	VALOR A PAGAR
VALORES FIJOS	Estructuración Financiera	0,50%	16.000,00
	Estructuración Legal	0,39%	12.500,00
	Colocación	0,39%	12.500,00
	Generación de Prospectos y Arte Digital	0,05%	1.600,00
	Calificadora de Riesgos	0,45%	14.400,00
	Representación de Obligacionistas	0,00%	
	Agente de Manejo (Fideicomiso)	0,50%	16.000,00
	Comisiones de venta Bolsa de Valores	0,11%	3.600,00
	Desmaterialización de Valores	0,05%	1.600,00
VALORES ESTIMADOS	Costos Legales (Notarías, escrituras)	0,08%	2.500,00
	Inscripción por primera emisión en Bolsa de Valores	0,06%	2.000,00
	Inscripción en el R.M.V.	0,05%	1.500,00
	Mantenimiento de la inscripción R.M.V.	0,00%	
	Publicaciones en prensa	0,00%	
	TOTAL	2,63%	84.200,00

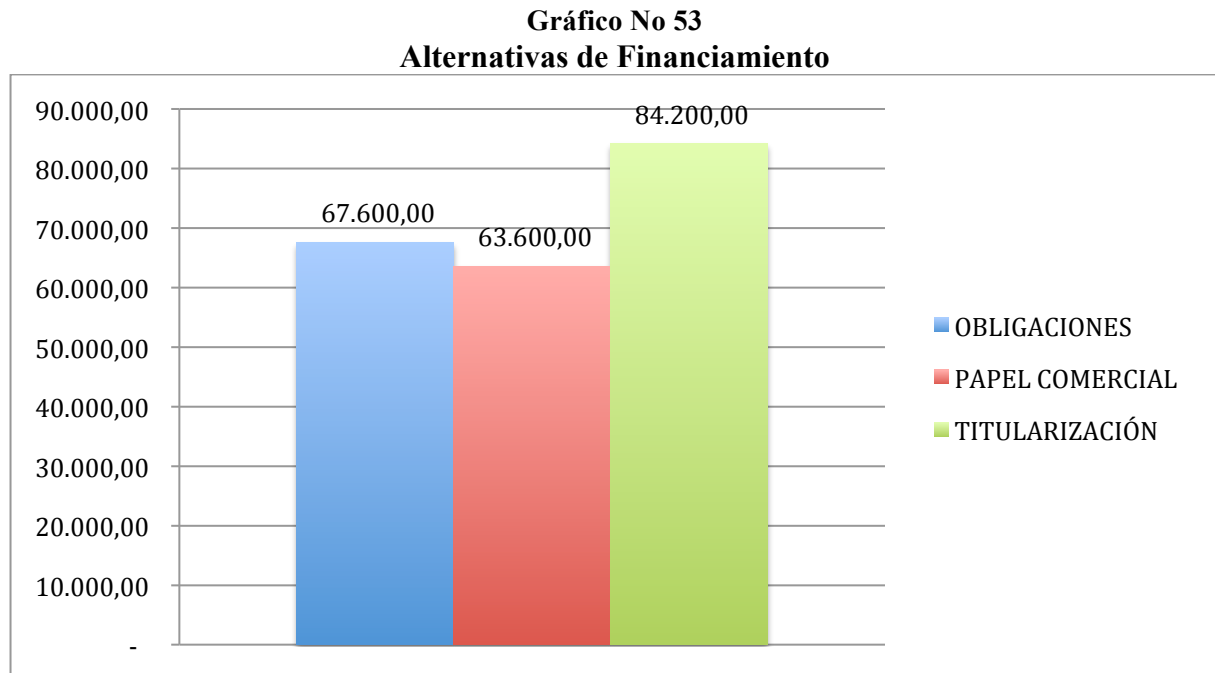
Fuente: ACCIVAL, FIDUCIA, BVQ
Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar son todos los costos asociados al proceso de emisión, desde la estructuración hasta la colocación, dando como resultado un valor de USD 84.200, a esto se debe añadir el mantenimiento de la calificación de riesgo y mantener la inscripción en el Registro de Mercado de Valores para el primer caso tiene un costo de USD 14.400 cada año y para el segundo de USD 1.500 cada año, sumando estos valores el monto total a pagar por la emisión es de USD 147.800, al igual que los anteriores instrumentos observados, el costo inicial para poder emitir títulos valores es bastante alto, esto puede llegar a ser un limitante para la PYME al momento de intentar ingresar en el mercado de valores.

b) Comparación entre alternativas de financiamiento

1. Costos proceso de emisión

En el siguiente gráfico podremos observar la comparación entre las diferentes alternativas de inversión, con el total de costos asociados al proceso de emisión de títulos valores.

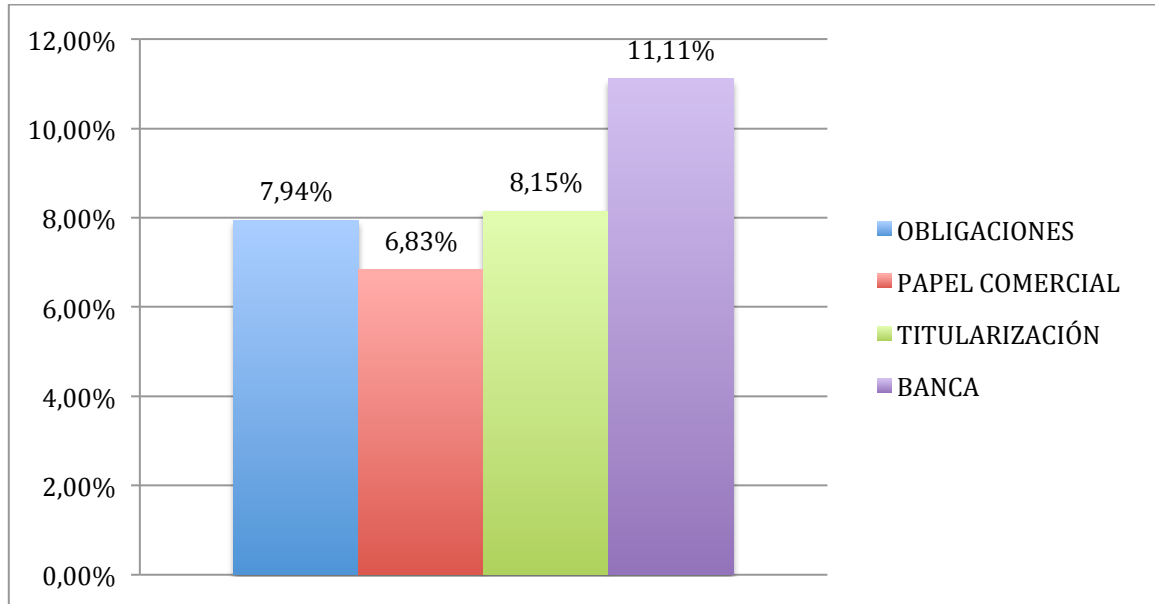


Fuente: ACCIVAL, BVQ, BCE, Fiducia, Class International Rating
Elaborado por: André Mejía

En el gráfico No 53 constan los montos a pagar de las alternativas de financiamiento en el mercado de valores, no incluye costos de mantenimiento de calificación de riesgo o el valor anual de inscripción en el R.M.V. Como se puede observar dentro de las alternativas de inversión, la de mayor costo presenta la titularización, con un monto de USD 84.200, esto se debe, a que el proceso de estructuración de la deuda, se necesita un levantamiento de información que permita por medio de un estudio la determinación de los flujos de las empresas y la consolidación del patrimonio exclusivo, lo cual hace difícil la entrada de las PYMES del sector industrial en la emisión de valores por medio de la titularización. El papel comercial es una de las alternativas de financiamiento de más bajo costo, esto se debe al plazo que posee el título valor y a la disminución en los costos de estructuración y colocación por parte de las casas de valores, según los datos otorgados por ACCIVAL.

2. Comparación tasas efectivas anuales

Gráfico No 54
Tasas Efectivas Anuales 2014



Fuente: ACCIVAL, BVQ, BCE

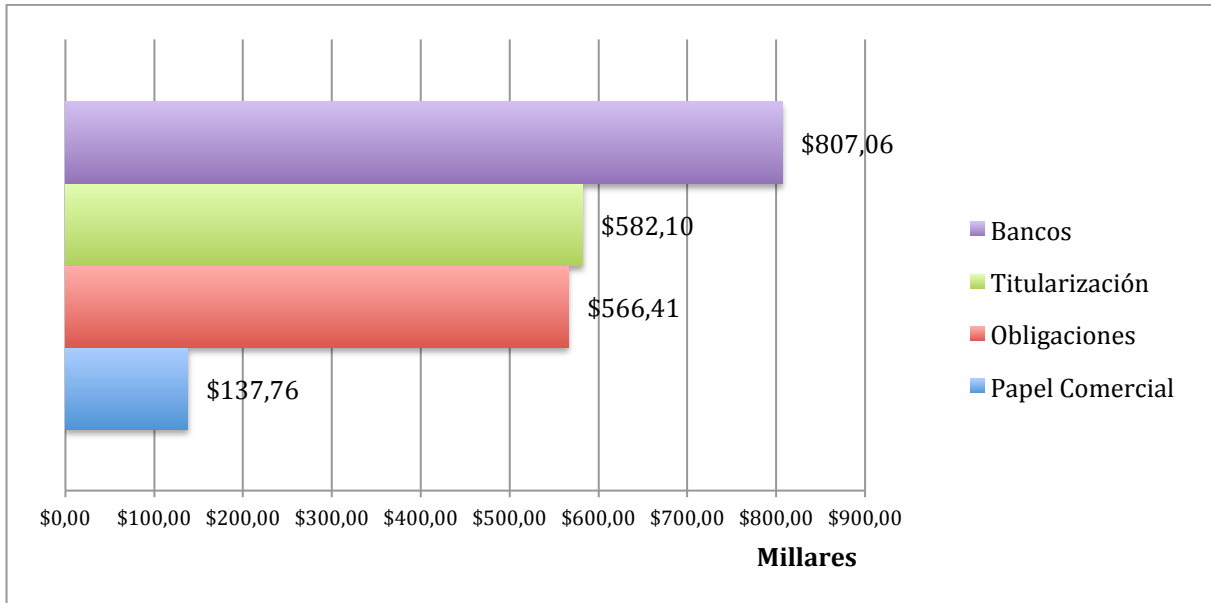
Elaborado por: André Mejía

Como se puede observar todas las alternativas de financiamiento en el mercado de valores tienen una menor tasa efectiva anual comparada con la del sistema bancario, según los datos proporcionados por el Banco Central del Ecuador a diciembre del 2014, la tasa para créditos del segmento PYME alcanzó el 11,11%, el interés más bajo se obtiene por medio de la emisión de papel comercial con una tasa de 6,93%, le sigue las Obligaciones con una tasa del 7,93% y por último la titularización con una tasa de 8,15%, lo cual hace de las alternativas de financiamiento del mercado de valores una forma de disminuir costos para la obtención de recurso, el problema para el caso de las PYMES son los montos iniciales a pagar para la emisión de valores, los cuales presentan una restricción en el ingreso de las pequeñas y medianas empresas en el mercado de capitales.

Para evidenciar de mejor manera los costos de las diferentes alternativas de financiamiento de los instrumentos de renta fija, es necesario realizar una tabla de amortizaciones con la finalidad de observar los intereses y el capital pagado por el emisor, en el Anexo C se podrá observar las tablas de amortización para cada una de las alternativas de financiamiento.

3. *Monto de intereses a pagar por alternativa de financiamiento*

Gráfico No 55
Monto Intereses



Fuente: ACCIVAL, Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, Superintendencia de Compañías.

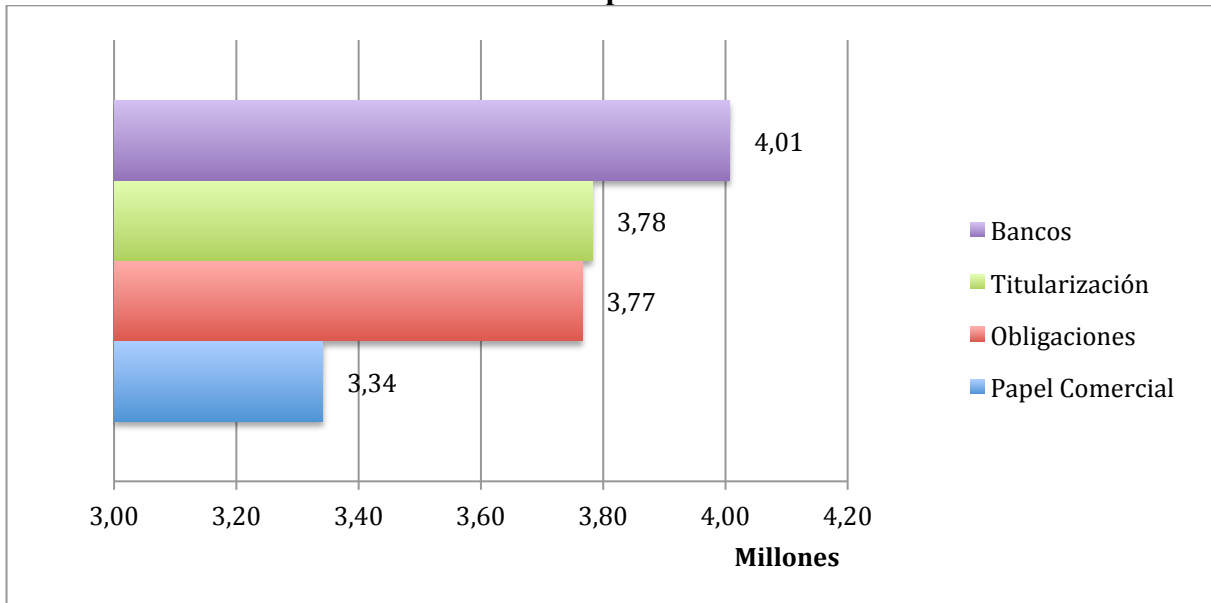
Elaborado por: André Mejía

El gráfico No 55 muestra el monto total pagado en intereses de las alternativas de financiamiento por medio de instrumentos de renta fija, para obtener la tasa de interés efectiva anual de este tipo de títulos valores, como se mencionó anteriormente, para el caso de las obligaciones se realizó un promedio de las tasas de interés de los títulos valores con menor calificación dando como resultado una tasa de 7,94%, la misma metodología se realizó para la titularización y los papeles comerciales, obteniendo 6,83% y 8,15% respectivamente. Para el caso de la tasa de intereses efectiva anual de la banca se tomó la tasa a diciembre 2014 publicada por el Banco Central del Ecuador para el segmento PYME obteniendo el 11,11%. Como se puede observar en el gráfico No 55 el financiamiento por medio del sistema bancario es el más costoso el monto pagado en intereses para una deuda de USD 3,200 millones es de USD 807 mil, le sigue la titularización con un monto en intereses a pagar de USD 582 mil, para el mismo monto de deuda, la alternativa de menor costo es el papel comercial con un valor USD 137 mil, consecuencia de su baja tasa de interés al ser un instrumento de renta fija de corto plazo, disminuye el riesgo para los inversores.

Si analizamos los dividendos a pagar por cada tipo de alternativa de financiamiento, podemos determinar que, el financiamiento bancario es el más costoso, si capitalizamos trimestralmente a cuotas fijas, a un plazo de cuatro años la deuda, los montos a pagar por el deudor son de USD 250.441,11, de la misma forma para el caso de las obligaciones y la titularización, el monto a pagar de cada dividendo es de USD 235.400,45 y USD 236.381,08 respectivamente, para el caso de los papeles comerciales, los montos a pagar son mayores, dado el periodo de 360 días, los dividendos a pagar son de USD 853.303,58 mil, se puede concluir que los costos en el sistema bancario siguen siendo

mayores que el mercado de valores, para observar de mejor manera este análisis observemos el siguiente gráfico.

Gráfico No 56
Monto de Capital e Interés



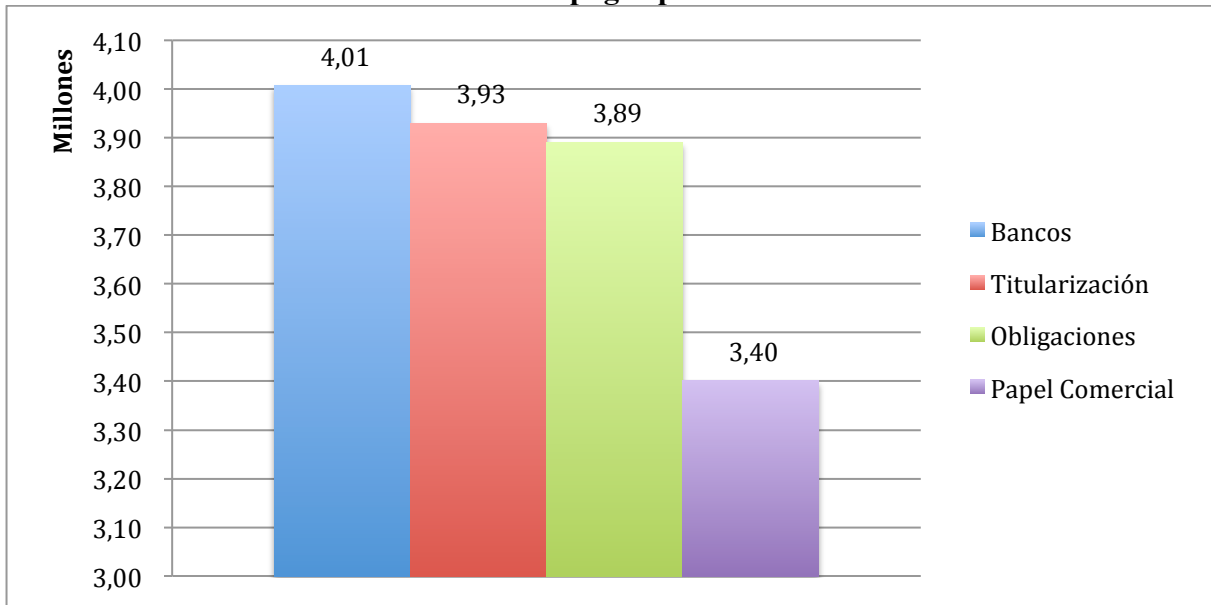
Fuente: ACCIVAL, Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, Superintendencia de Compañías.

Elaborado por: André Mejía

El gráfico No 56 muestra el monto total a pagar por el deudor, es decir capital más intereses. Como se puede observar el mayor valor a pagar, se realiza en el sistema bancario con un monto de USD 4 millones, le sigue la titularización y las obligaciones con un valor de USD 3,78 y USD 3,77 millones y por último los papeles comerciales con un monto de USD 3,34 millones. Es importante añadir en el cálculo los costos asociados al proceso de emisión anteriormente vistos, muchos de ellos dependen del monto a emitir, según lo informado por ACCIVAL las variables que determina el costo de la emisión son; el tipo de título valor a emitir y el monto a colocar en el mercado de valores.

4. Valor a pagar por alternativa de financiamiento

Gráfico No 57
Monto total a pagar por el Emisor



Fuente: ACCIVAL, Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, Superintendencia de Compañías, Class International Rating.

Elaborado por: André Mejía

En el gráfico No 57 se puede observar el monto a pagar por el deudor más los costos de emisión, este último incluye, los costos de mantenimiento de la calificación de riesgo y el mantenimiento de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores (R.M.V.), a pesar de incluir estos montos, los títulos valores de renta fija siguen siendo una alternativa más eficiente, para el caso del papel comercial existe un menor costo, debido a que no interviene el pago anual de mantenimiento de la emisión, como la calificación de riesgo y el pago anual en el R.M.V., es importante aclarar que los costos de las alternativas del mercado de valores dependen del monto a emitir. Tomando en cuenta estas consideraciones, es el Papel Comercial, la alternativa de financiamiento con menor costo con un valor de USD 3,40 millones, le sigue las obligaciones con USD 3,89 millones y por último la titularización con un monto de USD 3,93 millones. Esto demuestra que el financiamiento por medio del mercado de valores puede generar varios beneficios, los principales son; el poder acceder a una mayor cantidad de recurso, el plazo a pagar de la deuda y tasas más bajas en comparación con los créditos otorgados hacia las PYMES por parte de instituciones financieras.

Podemos concluir que a pesar de que el mercado de valores posee tasas más convenientes que el sistema bancario, son los costos para ingresar a la emisión de los títulos, el impedimento que tendrían las PYMES, adicional es importante mencionar, observando los datos sobre la solvencia de las PYMES a pesar de tener indicadores aceptables el nivel de endeudamiento ha crecido desde el 2010 al 2013, lo que implica una mayor dificultad, debido a la evaluación en su calificación de riesgo para el pago de deudas, adicional se encuentra el levantamiento de la información con el fin de estructurar el monto a emitir y armar el prospecto, aspectos que necesitan de asesoría técnica, para el caso de titularizaciones es un poco más complicado dado que, los flujos futuros deben estar respaldados y

deben ser factibles en base a un estudio realizado, son estos tipos de requerimientos los que dificultan el ingreso de las PYMES en el mercado de valores.

Las condiciones actuales del mercado de valores limitan el ingreso de las pequeñas y medianas empresas. Para el caso de las PYMES es necesario mejorar la eficiencia en sus operaciones, ya que los gastos como se observó, tuvieron un crecimiento para el 2013, el mismo comportamiento para el pasivo, este tipo de factores sumado a la disminución de las ventas han provocado una significativa disminución en las Utilidades para el 2013. Para el 2014 existen 122 PYMES que cotizan en bolsa según la BVQ, el poder ingresar en el mercado bursátil le permite a este tipo de empresas profesionalizarse y generar mayor confianza en el mercado.

Conclusiones

Bajo la investigación realizada, el mercado de valores de Ecuador, tuvo una pequeña participación en la economía del país, representó apenas el 7,23% del PIB para el 2014, esto nos muestra lo incipiente que es el mercado de capitales, a pesar de tener un crecimiento para 2014 en la capitalización bursátil del 15,06% en comparación con el 2013. La aprobación de la “Ley Orgánica para el fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil”, pretende sentar las bases para una mayor participación de emisores e inversionistas, para lograr este objetivo, resulta necesario que las condiciones económicas sean favorables aspecto, que para el 2014 dada la tendencia a la baja de los precios del petróleo no se pueda cumplir, provocando incertidumbre en los inversionistas y por ende la posible baja en las transacciones en el mercado de valores.

A pesar de las mejoras económicas del sector existen puntos críticos, que deben ser tratados por el Estado, instituciones públicas e intermediarios. Uno de ellos es la falta de liquidez, una de las razones principales, se debió a que los títulos valores de renta fija, representaron durante el periodo del 2008 al 2014 el 92,33% del total de las transacciones, motivo por el cual, el tamaño del mercado secundario es bastante reducido, en el Ecuador este segmento del mercado de valores apenas representó el 28% del total de transacciones realizadas durante el 2014. Esta falta de liquidez afecta las decisiones de los emisores e inversionistas, por un lado, debido a la inseguridad de conseguir los recursos esperados y por parte de la inversión la desconfianza en recuperar el capital en un tiempo estipulado.

El mercado de valores debe ser una herramienta en donde empresas de diferentes sectores económicos puedan obtener recursos con el fin de financiar proyectos, lo cual no se cumple en el Ecuador, esto se debió a que la mayor parte de los títulos valores transados durante el 2014, pertenecieron al sector público y financiero, cerca del 61% de las transacciones de títulos valores de renta fija fueron del sector público, el sector financiero tuvo una participación del 21% y solo el 17% de las transacciones realizadas perteneció al sector mercantil. Se puede decir entonces que el mercado de valores ecuatoriano ha servido para financiar proyectos del Estado e inyectar liquidez en el sector financiero, pero no promueve el crecimiento del sector real de la economía ecuatoriana.

Los casos internacionales nos demostraron como, mediante una estructura legal e institucional desarrollada a favor de los participantes del mercado de valores, se pudo dinamizar el nivel de negociaciones de títulos valores y abarcar nuevos segmentos económicos como las PYMES. Alemania es uno de los casos en donde la segmentación del mercado de valores alemán permitió que pequeñas y medianas empresas puedan cotizar en bolsa, la participación de las PYMES en la capitalización bursátil de Alemania fue del 9,44% en el 2014.

Otro de los casos analizados es Chile, al igual que Alemania, se realizaron reformas legales, con la finalidad de brindar accesibilidad a nuevos participantes, para este fin se creó un nuevo segmento de mercado “Bolsa de Valores Emergente” y un nuevo instrumento de financiamiento la “Securitización”. Para el 2014 la Bolsa de Valores Emergente presenta 36 emisores, por su parte el proceso de securitización para el mismo año tiene una capitalización de 562 millones de pesos. Argentina presentó un similar comportamiento que los países mencionados, la diferencia se encuentra

en la no existencia de una segmentación del mercado de valores, lo compensa por medio de la creación de diversos instrumentos especializados para PYMES y una normativa a favor de la fácil integración de las pequeñas y medianas empresas en el mercado de valores, el total de financiamiento hacia las PYMES por medio del mercado de valores para el 2014 fue de 6.097 millones de pesos.

Ecuador por medio de la “Ley Orgánica para el fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil” pretende que el sector de las PYMES pueda ingresar en el mercado de valores a través del Registro Especial Bursátil, es un importante avance para que las pequeñas y medianas empresas puedan cotizar en bolsa, lo esencial no solo es la existencia de un segmento permanente en el mercado de valores, este también debe contemplar facilidades en los costos de los procesos de emisión y generar confianza en los inversionistas, con la finalidad de que los títulos valores emitidos en este segmento del mercado puedan ser demandados, lo cual no se logra visualizar con la ley vigente del mercado de valores ecuatoriano.

Una vez revisado el proceso para que las PYMES puedan cotizar en bolsa, se observó una serie de requerimientos con la finalidad de presentar información suficiente para que el inversionista analice las diferentes oportunidades sin asimetrías en sus decisiones, a pesar de los requisitos, es necesario brindar seguridad al inversionista por medio de sanciones y procesos de liquidación de títulos valores que permitan disminuir el riesgo del capital colocado en el mercado de valores, punto en el cual la ley vigente lo contempla dentro de sus principios rectores. Los requerimientos vistos hacia los emisores, hacen que el proceso de emisión para las PYMES sea costoso y tengan problemas en presentar toda la información necesaria, es así como para el caso de la emisión de obligaciones, papeles comerciales y titularización, se requiere de una calificación de riesgo y un prospecto en donde se analizan puntos como, el análisis macroeconómico y microeconómico empresariales del emisor, posición en el mercado de la empresa, solidez financiera, información contable sobre los tres últimos años de ejercicio económico, estados financieros auditados, entre otras exigencias que limitan el acceso de las PYMES.

Adicional para el caso de las obligaciones y papeles comerciales, se requiere de una garantía general que respalde la emisión. Referente a la titularización, es necesario un patrimonio autónomo como respaldo de los títulos valores emitidos, a esto cabe mencionar que el proceso de titularización necesita un estudio sobre los flujos futuros, durante el plazo de emisión. Todos estos requerimientos conllevan a que tanto los costos de estructuración de la deuda con la casa de valores, como la obtención de la información mencionada dificulten la participación de la PYME en una bolsa de valores, los casos internacionales nos mostraron, que deben generarse espacios en donde las exigencias sean más flexibles para este tipo de emisores. Actualmente el Ecuador no presenta un proceso especializado para PYMES en donde se facilite el ingreso de este sector y puedan ver en el mercado de valores una forma de financiamiento.

Al estudiar las alternativas de financiamiento para las PYMES del sector industrial, se pudo evidenciar que el mercado de valores a pesar de ser una fuente eficiente para la obtención de recursos, son los costos de ingreso, los limitantes para que las PYMES coticen en bolsa, esto se debe a los requerimientos solicitados por la Junta de Regulación del Mercado de Valores. Como se mencionó, el

proceso para poder emitir valores es bastante extenso y costoso para un PYME, es así como en el caso de las Obligaciones, se determinó que el costo para ingresar en el mercado de valores es de USD 67.600, para los papeles comerciales el valor haciende a 63.600 USD y para el proceso de titularización es de USD 84.200, los cual para una PYME representa un valor significativo.

A pesar de los costos iniciales para emitir títulos valores, en la comparación realizada entre las alternativas de financiamiento se obtuvo que, el mercado de valores puede ser más eficiente que obtener un crédito en el sistema bancario, bajo los supuestos establecidos en el análisis, el crédito por medio de una institución financiera es la alternativa más costosa, con un valor de USD 4,01 millones. Las ventajas al cotizar en el mercado de valores, es el plazo al cual una PYME puede adquirir la deuda, la tasa de interés más baja que en el sistema bancario, la profesionalización hacia un mejor gobierno corporativo y una mejor estructura financiera. A pesar de ser una forma de financiamiento menos cotosa en comparación con el sistema bancario, es el costo de entrada la principal barrera para las PYMES.

Se debe destacar, en el análisis realizado sobre las condiciones financieras en las que se encuentra el sector industrial de las PYMES, se determinó que no son las óptimas para acceder a un financiamiento, el grado de apalancamiento es bastante alto, para la pequeña empresa el pasivo es 2,02 veces el patrimonio y para la mediana empresa es 2,05 veces el patrimonio, por lo tanto, es riesgoso ampliar el endeudamiento por medio del mercado de valores. Otra de las principales barreras es el costo del proceso de emisión, bajo las condiciones establecidas en la investigación el valor puede ascender a USD 84.200. Se puede decir que existe un avance incipiente en el acceso a las PYMES en el mercado de capitales, bajo la ley vigente no se visualizó una normativa que flexibilice las exigencias para las PYMES ni instrumentos financieros especializados para el sector, falta crear las condiciones adecuadas para que nuevos emisores dinamicen las operaciones bursátiles en el Ecuador.

Recomendaciones

El 2014 fue un gran año para el mercado de valores, el crecimiento del sector se dio gracias a tres grandes movimientos, primero la venta de Produbanco al Grupo Promérica, la venta de Lafarge Ecuador a Unacem y la venta de Holding Tonicorp al grupo Arca Continental. Estos hechos permitieron un gran crecimiento en las negociaciones de títulos valores de renta variable y mejorar la capitalización bursátil, a pesar de estos eventuales casos, el mercado de capitales en Ecuador es bastante incipiente, bajo la ley vigente se espera un mayor dinamismo en el nivel de participantes y negociaciones, esto debe ser acompañado por medio de canales de información en donde se comience a introducir a las personas en el movimiento de las operaciones del mercado bursátil. Las casas de valores y bolsas de valores juegan un papel importante para atraer a nuevos emisores e inversores, por medio de una mayor publicidad de oportunidades de financiamiento e inversión, adicional por parte de las bolsas de valores, debe existir una mayor divulgación de información sobre las operaciones realizadas e informar a la ciudadanía sobre las oportunidades que ofrece el mercado de valores y los requerimientos claros para poder ingresar en él. En el Ecuador este conocimiento es bastante reducido en la población, como consecuencia se genera desconfianza, impidiendo el desarrollo del mercado de capitales en el país.

Se pudo observar por medio de los casos internacionales las diferentes políticas implementadas y sus resultados para el ingreso en el mercado de valores de las PYMES. Ecuador marca un inicio en la creación de un mercado permanente para PYMES con el Registro Especial Bursátil, a pesar de este avance, no se visualiza una flexibilización en los requerimientos de entrada para las pequeñas y medianas empresas, a diferencia de los casos internacionales, en donde Alemania, Chile y Argentina, presentan segmentos de mercado e instrumentos especializados para que nuevos emisores puedan ver en el mercado de capitales una forma de financiamiento. Es necesario canales de información por parte del gobierno o direccionar a instituciones públicas como el Superintendencia de Economía Popular y Solidaria o la Corporación Financiera Nacional para brindar asesoría sobre formas de financiamiento no tradicionales, esto podría ayudar a eliminar las asimetrías de información que existen en los potenciales emisores. Una de las políticas a implementar en el mercado bursátil, es ampliar los instrumentos de financiamiento. La creación de un nuevo título valor especializado para el segmento de la pequeña y mediana empresa como era el caso de los REVNIS, permitiría flexibilizar los requerimientos de entrada y como consecuencia los costos. Actualmente el mercado de capitales de Ecuador no presenta facilidades para que PYMES puedan financiarse por medio la emisión de títulos valores.

La emisión de títulos valores está limitado para empresas que puede soportar los costos de todo el proceso de estructuración de la deuda hasta la colocación en el mercado de valores, es decir dirigida para grandes empresas. Para poder disminuir los costos de emisión para las PYMES, es necesario flexibilizar los requerimientos impuestos por la Junta de Regulación del Mercado de Valores, esto facilitaría la obtención de información necesaria a presentar a las instituciones reguladoras. Actualmente el proceso de emisión tiene una duración aproximada de tres meses, existen dentro de los requerimientos, problemas para las pequeñas y medianas empresas al presentar información relacionada a estados financieros auditados, o la solidez de los activos que respaldan la deuda, puntos en los cuales se debe analizar alternativas que protejan al inversionista de los títulos valores a emitir

por parte de las PYMES facilitando el acceso de nuevos emisores. Una de las propuestas es manejar calificaciones de riesgo acorde a estándares para el segmento PYME, con el objetivo de presentar una buena imagen al mercado y que los títulos valores puedan ser demandados.

Las alternativas de financiamiento para las PYMES en el Ecuador presentan limitaciones, por un lado, se encuentra el crédito por medio de una institución financiera, el cual en su mayor parte es destinado a grandes empresas y al segmento de consumo, ocasionando un menor flujo de recursos hacia las PYMES, esto se ve reflejado en la participación del pasivo de este sector económico, apenas el 12% y 16% del pasivo total de las pequeñas y medianas empresas respectivamente, lo ocupan los créditos bancarios, la mayor parte del financiamiento lo realizan por medio de sus proveedores. Para el caso del mercado de valores, la principal barrera de entrada es el costo del proceso de emisión, como se observó puede llegar a costar hasta USD 84.200, dependiendo el título valor y el monto a emitir, por lo tanto, es necesario buscar alternativas para flexibilizar los requerimientos para la autorización de una oferta pública. Una de las posibles soluciones para las PYMES es la asociación. Bajo la ley vigente, las pequeñas y medianas empresas pueden asociarse con la finalidad de emitir obligaciones, papeles comerciales o entrar en el proceso de titularización, por medio de una oferta pública, esto puede llevar a repartirse los costos de emisión y poder acceder a los beneficios que ofrece esta alternativa de financiamiento. Para esto es necesario el apoyo de instituciones públicas que faciliten la asociación entre PYMES por medio de centros de asesoría, que informen de las ventajas del financiamiento no tradicional.

Referencia Bibliográfica

Arce, López y Sanjuán (2011) ***El acceso de las PYMES con potencial de crecimiento al mercado de capitales***, España: Comisión Nacional del Mercado de Valores CNMV.

Ascúa, Ruben (2005) ***Financiamiento para pequeñas y medianas empresas (pyme). El caso de Alemania. Enseñanzas para Argentina***, Argentina: Comisión Económica para América Latina.

Asociación Chilena Administradoras de Fondos de Inversión (2014) ***Reporte de Venture Capital y Private Equity en Chile***, Chile: ACAFI.
http://www.acafi.com/pdf/5_estudios/ANUARIOS/Anuario_Fondos_de_Inversi%3%BA3n_ACAFI_2014.pdf (Consulta: 8 de septiembre de 2015)

Asociación de Casas de Valores de Ecuador (2014) ***Financiamiento a través del Mercado de Valores, Emisión de Obligaciones a Largo Plazo y Papel Comercial***, Ecuador: ASOCAVAL,
<http://www.asocaval.com.ec/wp-content/uploads/2014/06/Presentaci%3%BA3n-Emisi%3%BA3n-de-Obligaciones-y-Papel-Comercial-30-05-14-SIC.pdf>. (Consulta: 6 de septiembre del 2015)

Asociación de Jóvenes Empresarios de Zaragoza. Cámara de Comercio e Industria de Zaragoza. Confederación Española de Asociaciones de Jóvenes Empresarios. Ayuntamiento de Zaragoza, Área de Fomento y Deportes (2009) ***Productos financieros y alternativas de financiación***, España: Grupo Milán, S.L.

Asociación Nacional de Instituciones Financieras (Anif), (2010) ***Mercado de Capitales y Alternativas de financiamiento Colombia***, Colombia: Centro de Estudios Económicos, Firma Comisinista

Benedicto, Maite (2012) ***Capital riesgo y financiación de Pymes***, España: EOI Empresas

Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. (2004) ***Principios de Inversiones***. (5ª ed.) España: Pearson.

Bodie Z, Merton, Robert C. (2003) ***Finanzas***. México: Pearson.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (2002) ***Reglamentaria de la sección de cotización de acciones emitidas por sociedades anónimas que califiquen como pequeñas y medianas empresas***, Argentina: Resolución de Consejo Nro. 2/2002,

Bolsa de Comercio del Rosario (2012), ***Reglamentación de la Cotización de Cheques de pago Diferido***, Argentina: CNV,
<https://www.bcr.com.ar/Lists/Capitales%20%20Marco%20Legal/Attachments/22/Reglamento%20de%20cotizaci%3%BA3n%20CPD%202013.pdf> (Consulta: 11 de agosto 2015).

- Bolsa de Comercio de Santiago (2001) *Manual de Operaciones de Mercado de Acciones de empresas emergentes*, Chile: BCS, <http://www.bolsadesantiago.com/Normativas%20Bolsa%20de%20Comercio/Manual%20de%20Operaciones%20del%20Mercado%20de%20Empresas%20Emergentes.pdf>. (Consulta: 12 de septiembre 2015)
- Brull, Hugo (2007) *El Mercado de capitales globalizado*. Argentina: Dunken.
- Brun, Elvira y Puig (2008) *Mercado de Renta Variable y mercado de divisa. Las bolsas de valores: mercados de rentas variables y de divisas y las formas de analizarlo*. España: Bresca
- Brun, Larraga y Moya (2010) *Como interpretar la información económica*. España: Profit.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013) *Annual Report*, Alemania: BAFIN, http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Jahresbericht/dl_annualreport_2013.html?nn=2821414 (Consulta: 17 de junio 2015)
- Cárdenas, Oñate, Antonio, Carlos (2002) *Análisis comparativo de la Bolsa de Valores de Quito con respecto a las principales bolsas de valores de Sudamérica, en el período 1998-2002 y planteamiento de una propuesta de mejoramiento y crecimiento*. Ecuador: Pontificia Universidad Católica del Ecuador, Facultad de Ciencias Administrativas
- Clare Rodríguez, Andrés (2004) *Variaciones sobre un viejo tema: el acceso de las PYMES al crédito*. Estados Unidos: BID
- Comisión de las Comunidades Europeas (2008) *Pensar Primero a pequeña Escala*. Bélgica: CE. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0394:FIN:es:PDF>. (Consulta: 27 de junio de 2015)
- Comisión Europea (2014) *SBA Fact Sheet*. Alemania: Comisión Europea. http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/performance-review/files/countries-sheets/2014/germany_en.pdf. (Consulta: 6 de marzo de 2015).
- Conde Cruz, Juan Francisco (2010) *El mercado de valores, una alternativa de financiamiento viable en el Ecuador*. Ecuador: Pontificia Universidad Católica del Ecuador, Facultad de Economía.
- Congreso Nacional de Chile (2001) *Historia de Ley N° 19.769*. Chile: Ministerio de Hacienda, <http://www.hacienda.cl/mercado-de-capitales/historia-legislativa/primera-reforma-al-mercado-de-capitales/ley-19-769.html>. [Consulta: 8 de septiembre de 2015]
- Congreso Nacional de Chile (2010) *Historia de Ley N° 20.448*, Chile: Ministerio de Hacienda. <http://www.leychile.cl/Navegar/scripts/obtienearchivo?id=recursoslegales/10221.3/22963/1/HL20448.pdf> [Consulta: 8 de septiembre de 2015]

- Consejo Nacional de Valores (2015) *Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores*. Ecuador: CNV. http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/codificacion-de-resoluciones-del-consejo-nacional-de-valores/150807174159-0292c001831ea65f70dacb871f46d1a3_codificacion3.pdf [Consulta: 24 septiembre de 2015]
- Consejo Naciones de Valores (2007) *Cheque de Pago Diferido*. Argentina: CNV. <http://www.cnv.gob.ar/EducacionBursatil/versionpdf/ChequePagoDiferido.pdf>. [Consulta: 10 agosto de 2015]
- Consejo Naciones de Valores (2007) *Fideicomiso Financiero*. Argentina: CNV. <http://www.cnv.gob.ar/EducacionBursatil/versionpdf/FIDEICOMISOFINANCIEROyAnexos.pdf>. [Consulta: 10 agosto de 2015]
- Consejo Naciones de Valores (2007) *Títulos de Deuda: Obligaciones Negociables*. Argentina: CNV. <http://www.cnv.gob.ar/EducacionBursatil/versionpdf/T%C3%ADtulosdeDeuda.pdf>. [Consulta: 10 agosto de 2015]
- Consejo Naciones de Valores (2008) *Mercado de Capitales para PYMES*. Argentina: CNV
- Consejo Naciones de Valores (2015) *Reseña Histórica*. Argentina: CNV. <http://www.cnv.gob.ar/antecedentes.asp?Lang=0>. [Consulta: 9 agosto de 2015]
- Corporación Andina de Fomento (2011) *Servicios financieros para el desarrollo promoviendo el acceso en América Latina*. Colombia: CAF.
- Court M., Eduardo (2011) *Mercado de capitales*. México: Pearson,
- De Margarida, Juan Carlos (2009) *Práctica Contable*. España: Lex Nova
- Deutsche Borse Group (2014) *Corporate Report 2014*. Alemania: DBG. https://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/press/10_Latest_Press_Releases/20_Deutsche_Boerse. [Consulta: 20 de junio de 2015]
- Elvira, Oscar y Larraga, Pablo (2008) *Mercados de productos derivados*. España: Bresca S.L.
- Fernández, Fernando y Gonzales, Marta (2009) *Introducción al sistema financiero*. España: UNED.
- Fernández, José L. (2007) *Curso de bolsa y mercados financieros* (4ª ed.) España: Ariel S.A.

Ferraro, Carlo y Goldstein, Evelin (2011) *Políticas de acceso al financiamiento para las pequeñas y medianas empresas en América Latina*. España: Comisión Económica para América Latina CEPAL.

Ferraro, Carlo, et al. (2011) *Políticas de Fomento para América Latina*. Chile: Naciones Unidas

Frankfurt Stock exchange (2014) *Blue Chip Equity Index MDAX index*, Alemania: Frankfurt Stockexchange http://www.dax-indices.com/EN/MediaLibrary/Document/Factsheets/FS_MDAX.pdf. [Consulta: 27 de junio de 2015]

Frankfurt Stock exchange (2014) *Blue Chip Equity Index SDAX index*. Alemania: Frankfurt Stockexchange http://www.dax-indices.com/EN/MediaLibrary/Document/Factsheets/Factsheet_SDAX.pdf. [Consulta: 27 de junio de 2015]

Frankfurter Wertpapierbörse (2014) *Exchange Rules for the Frankfurter Wertpapierbörse (FWB)*. Alemania: Frankfurt Stocke Exchange, http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/metanavigation/30_Regulations. [Consulta: 17 de junio de 2015]

Gitam, Lawrence J. (2004) *Principios de Inversiones*. España: LOMA

González, Jaime (2007) *Indicadores de estructura económica*. España: Delta.

Grinblatt, M., y Titman, S. (2003) *Mercados Financieros y Estrategia Empresarial*. España: McGRAW-HILL.

Hernández, Benjamín (2000) *Bolsa y Estadística bursátil*. España: Díaz de Santos

Hugo, Jácome y King, Katuska (2012) *Estudios Industriales de la micro, pequeña y mediana empresa*. Ecuador: FLACSO.

Iborra, María y Dasí Ángels (2006) *Fundamentos de dirección de empresas*. España: Thomson

KPMGAG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (2011) *Investment in Germany*. Alemania: KPMG. <http://www.kpmg.com/CN/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Investment-in-Germany-O-201101.pdf>. [Consulta: 20 de abril de 2015]

Krahnn, Jan y Schmidt, Reinhard (2004) *The German Financial System*. Estados Unidos: Oxford University Press.

- Lahoud, Daniel A. (2002) *Los principios de las finanzas y los mercados financieros*. Venezuela: Universidad Católica Andrés Bello.
- Lapelle, Hernan (2007) *Los obstáculos de acceso al financiamiento bancario de las PYMES*. Buenos Aires: Observatorio Pyme regional.
- Levinson, Marc (2007) *Guía de Mercados Financieros*. España: Gestión 2007
- López, Joaquín y Rojo, Javier (2004) *Los mercados de valores Organización y funcionamiento*, España: Ediciones Pirámide
- Lubeck Business Development Corporation (2015) *German Tax System* Alemania: Lubeck, http://www.lubeck.org/file/fact_sheet_tax_system_eng.pdf. [Consulta: 30 de abril de 2015]
- Marín José y Trujillo Antonio (2004) *Manual de Mercados financieros*. España: Paraninfo S.A.
- Martín, José Luis y Trujillo Antonio (2004) *Manual de mercados financieros* España: Thomson.
- Menéndez, Eduardo (2004) *Problemas y prácticas sobre los mercados financieros*. España: Díaz de Santos
- Ministerio de Economía y Finanzas (2013) *Ley 26,831*. Argentina: Infoleg, <http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/215000-219999/218004/norma.htm> [Consulta: 9 de agosto de 2015]
- Ministerio de Economía y Finanzas (2014) *Ley 24,441*. Argentina: Infoleg, <http://www.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/812/texact.htm>. [Consulta: 9 de agosto de 2015]
- Ministerio de Industrias y Productividad (2007) *Política Industrial del Ecuador 2008 – 2012*. Ecuador: MIPRO.
- Moguillansky, Graciela (2013) *Política Industrial y Cohesión Territorial*. Chile: Rimisp
- Morillo, M. (2011, Julio) *Las pymes ecuatorianas en cifras*. Revista Ekos, 71(234), Ecuador.
- Müllereising, Karsten y Stoll, Thomas (2014) *Equity capital markets in Germany: Regulatory overview*. Alemania: Bafin. <http://www.jonesday.com/files/Publication/dc485063-f7c3-4790-9d7f-227a4ebef429/Presentation/PublicationAttachment/d424fe57-12f4-4685-a8b2-30a07d59e29d/Equity%20Capital%20Markets%20in%20Germany.pdf>. [Consulta: 30 de junio de 2015]

Organización de las Naciones Unidas (2002) *Clasificación Industrial internacional Uniforme de todas las actividades económicas (CIIU)*. Estados Unidos: Naciones Unidas.

Naciones Unidas, Organización para la Cooperación y Desarrollo, Comisión Económica para América Latina (2013) *Perspectivas económicas para América Latina, Políticas de PYMES para el cambio de estructuras*. Estados Unidos: NU. CEPAL - OCDE

Oyarzún Pablo (1999) *Mercado de valores: Sistema de depósitos centralizado*. Chile: Jurídica de Chile.

Pfeil, Ursula C. (1996) *Finanzplatz Deutschland: Germany Enacts Insider Trading Legislation*. Estados Unidos: American University International law.

Ramírez Solano (2001) *Moneda, Banca y Mercados financieros*. México: Pearson.

Rivas, Gonzalo (2004) *Opciones de la banca de desarrollo en Chile: el “Convidado de piedra” del sistema financiero chileno*. Chile: Naciones Unidas.

Rodríguez, Santiago (2011) *Incentivos Fiscales para la PYME en otros países europeos y en Estados Unidos*. España: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Rodríguez, Vivianne (2010) *Securitización en Chile*. Chile: SVS.
https://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-13944_Securitizacion_en_Chile.pdf.
[Consulta: 11 julio de 2015]

Sanchís, Ramon (1999) *Creación y dirección de PYMES*. España: Díaz de Santos.

Sharpe, William F. (2008) *Inversores y Mercados*. España: DEUSTO.

Stumpo, Giovanni y Ferraro, Carlo. (2010) *Políticas de Apoyo a las PYMES en América Latina*. Chile: Comisión Económica para América Latina.

Superintendencia de Compañías Valores y Seguros (2012) *Resolución No. SC.Q.ICI.CPAIFRS.11*. Ecuador: SC.
http://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/niif/Resol_No_SC_Q_ICI_CPAIFRS_11_01.pdf. [Consulta: 12 octubre de 2014]

Superintendencia de Compañías Valores y Seguros (2014) *Ley de Mercado de Valores*. Ecuador: SC.
<http://181.198.3.74/wps/wcm/connect/7f2412cb-bdcb-45ec-b2de-f9f74fb61642/LEY+DE+MERCADO+DE+VALORES+act+Mayo+20+2014.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=7f2412cb-bdcb-45ec-b2de-f9f74fb61642>. [Consulta: 15 enero de 2015]

Superintendencia de Valores y Seguros (2003) *Manual de Mercado para empresas Emergentes*.
Chile: SVS.
http://www.bolchile.cl/media/recursos/normativas/manuales/Manual_de_Mercado_para_Empr esas_Emergentes.pdf. [Consulta: 4 de julio 2015]

Anexos

Anexo A

En el siguiente cuadro, se puede observar los montos autorizados por sector económico.

OFERTA PUBLICA AUTORIZADA POR SECTOR ECONOMICO			
(Cifras en miles de dólares)			
SECTORES	2012	2013	2014
Actividades Inmobiliarias	49.000,00	34.000,00	32.000,00
Actividades Profesionales, Científicas y Técnicas	3.000,00	12.500,00	64.415,00
Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesca	15.990,00	94.960,50	20.900,00
Comercio al por mayor y al por menor; Reparación de veh...	320.300,00	275.400,00	244.300,00
Construcción	27.400,00	10.800,00	5.400,00
Enseñanza	2.000,00	-	-
Explotación de Minas y Canteras	14.000,00	-	-
Actividades de Alojamiento y de Servicio de Comidas	9.500,00	14.000,00	5.000,00
Industrias Manufactureras	207.610,00	276.927,70	847.140,33
Información y Comunicación	31.000,00	10.000,00	10.000,00
Actividades Financieras y de Seguros	1.249.085,00	466.800,00	199.000,00
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	7.000,00	26.400,00	11.000,00
Actividades de Atención de la Salud Humana y Asistencia Social	7.000,00	7.000,00	-
Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado	-	-	-
Otras actividades de servicios	66.300,00	7.700,00	115.150,00
Público	3.964,00	-	-
TOTAL	2.013.149,00	1.236.488,20	1.554.305,33

Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores

Elaborado por: André Mejía

Anexo B

Los siguientes indicadores fueron utilizados con la finalidad de proporcionar una mejor visión de las situaciones económicas en la que se encuentra el sector industrial, bajo estos parámetros se determinará la posibilidad de ingresar en el mercado de valores las PYMES del sector industrial.

INDICE DE LIQUIDEZ	FORMULA
RAZON CORRIENTE	Activo Corriente
	Pasivo Corriente
CAPITAL DE TRABAJO	Activo Corriente-Pasivo Corriente
PRUEBA ACIDA	Activo Corriente-Inventario
	Pasivo Corriente

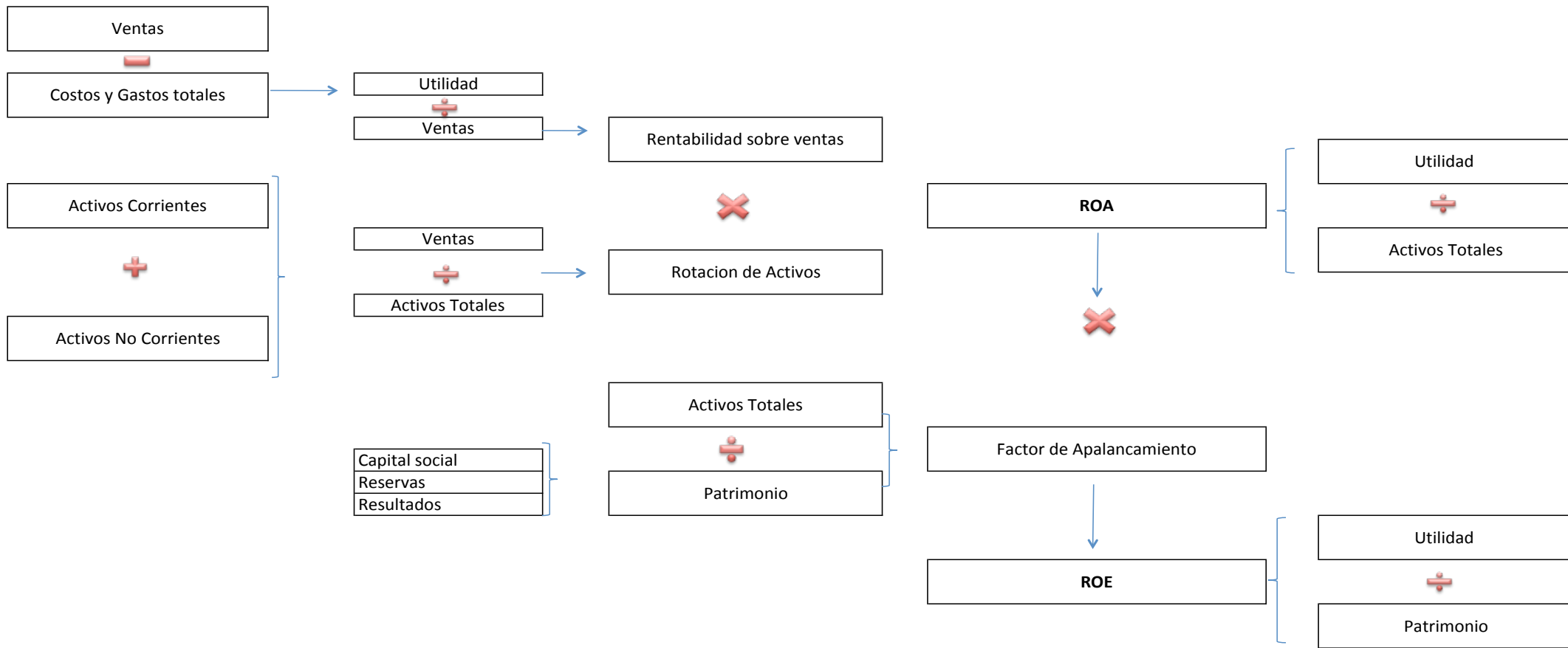
INDICES DE ENDEUDAMIENTO	FORMULA
ENDEUDAMIENTO TOTAL	Pasivo
	Activo Total
ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL	Pasivo
	Patrimonio
SOLVENCIA	Activo
	Patrimonio

INDICE DE EFICIENCIA	FORMULA
ROTACIÓN DE ACTIVOS	Ventas
	Activo Total

INDICES DE RENTABILIDAD	FORMULA
MARGEN DE BENEFICIO NETO	Utilidad neta
	Venta de bienes
ROA	Utilidad Neta
	Activo Total
ROE	Utilidad Neta
	Patrimonio

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: André Mejía

En el siguiente gráfico podremos observar la metodología del análisis de los indicadores:



Anexo C

En las siguientes tablas se visualizará la amortización de la deuda para las diferentes alternativas de financiamiento en el mercado de valores por medio de instrumentos de renta fija, y en el sistema bancario por medio del crédito para el segmento PYME, el monto de la deuda como se observó en la parte de “Alternativas de financiamiento”, es de USD 3,2 millones, a una capitalización trimestral, por un periodo de cuatro años, para el caso de las Obligaciones, Titularizaciones y el Crédito Bancario, para el caso del Papel Comercial se realiza a un plazo de un año bajo la misma periodicidad de capitalización que las otras alternativas de financiamiento.

TABLA No. 1

OBLIGACIONES				
PERIODO	DIVIDENDO	PAGO INTERESES	PAGO CAPITAL	SALDO
0				3.200.000,00
1	\$235.400,45	\$63.520,00	\$171.880,45	3.028.119,55
2	\$235.400,45	\$60.108,17	\$175.292,28	2.852.827,26
3	\$235.400,45	\$56.628,62	\$178.771,83	2.674.055,43
4	\$235.400,45	\$53.080,00	\$182.320,45	2.491.734,98
5	\$235.400,45	\$49.460,94	\$185.939,52	2.305.795,46
6	\$235.400,45	\$45.770,04	\$189.630,41	2.116.165,05
7	\$235.400,45	\$42.005,88	\$193.394,58	1.922.770,47
8	\$235.400,45	\$38.166,99	\$197.233,46	1.725.537,01
9	\$235.400,45	\$34.251,91	\$201.148,54	1.524.388,46
10	\$235.400,45	\$30.259,11	\$205.141,34	1.319.247,12
11	\$235.400,45	\$26.187,06	\$209.213,40	1.110.033,72
12	\$235.400,45	\$22.034,17	\$213.366,29	896.667,44
13	\$235.400,45	\$17.798,85	\$217.601,61	679.065,83
14	\$235.400,45	\$13.479,46	\$221.921,00	457.144,83
15	\$235.400,45	\$9.074,32	\$226.326,13	230.818,70
16	\$235.400,45	\$4.581,75	\$230.818,70	-
Total	\$3.766.407,27	\$566.407,27	\$3.200.000,00	

TABLA No. 2

TITULARIZACIÓN				
PERIODO	DIVIDENDO	PAGO INTERESES	PAGO CAPITAL	SALDO
0				3.200.000,00
1	\$236.381,08	\$65.200,00	\$171.181,08	3.028.818,92
2	\$236.381,08	\$61.712,19	\$174.668,89	2.854.150,03
3	\$236.381,08	\$58.153,31	\$178.227,77	2.675.922,26
4	\$236.381,08	\$54.521,92	\$181.859,16	2.494.063,10
5	\$236.381,08	\$50.816,54	\$185.564,54	2.308.498,56
6	\$236.381,08	\$47.035,66	\$189.345,42	2.119.153,14
7	\$236.381,08	\$43.177,75	\$193.203,33	1.925.949,80
8	\$236.381,08	\$39.241,23	\$197.139,85	1.728.809,95
9	\$236.381,08	\$35.224,50	\$201.156,57	1.527.653,38
10	\$236.381,08	\$31.125,94	\$205.255,14	1.322.398,24
11	\$236.381,08	\$26.943,86	\$209.437,21	1.112.961,02
12	\$236.381,08	\$22.676,58	\$213.704,50	899.256,53
13	\$236.381,08	\$18.322,35	\$218.058,73	681.197,80
14	\$236.381,08	\$13.879,41	\$222.501,67	458.696,13
15	\$236.381,08	\$9.345,93	\$227.035,14	231.660,99
16	\$236.381,08	\$4.720,09	\$231.660,99	-0,00
Total	\$3.782.097,24	\$582.097,24	\$3.200.000,00	

TABLA No. 3

Papel Comercial				
PERIODO	DIVIDENDO	PAGO INTERESES	PAGO CAPITAL	SALDO
0				3.200.000,00
1	\$834.439,07	\$54.640,00	\$779.799,07	2.420.200,93
2	\$834.439,07	\$41.324,93	\$793.114,14	1.627.086,79
3	\$834.439,07	\$27.782,51	\$806.656,56	820.430,22
4	\$834.439,07	\$14.008,85	\$820.430,22	-
Total	\$3.337.756,28	\$137.756,28	\$3.200.000,00	

TABLA No. 4

BANCA				
PERIODO	DIVIDENDO	PAGO INTERESES	PAGO CAPITAL	SALDO
0				3.200.000,00
1	\$250.441,11	\$88.880,00	\$161.561,11	3.038.438,89
2	\$250.441,11	\$84.392,64	\$166.048,47	2.872.390,42
3	\$250.441,11	\$79.780,64	\$170.660,47	2.701.729,96
4	\$250.441,11	\$75.040,55	\$175.400,56	2.526.329,40
5	\$250.441,11	\$70.168,80	\$180.272,31	2.346.057,09
6	\$250.441,11	\$65.161,74	\$185.279,37	2.160.777,71
7	\$250.441,11	\$60.015,60	\$190.425,51	1.970.352,21
8	\$250.441,11	\$54.726,53	\$195.714,58	1.774.637,63
9	\$250.441,11	\$49.290,56	\$201.150,55	1.573.487,08
10	\$250.441,11	\$43.703,60	\$206.737,51	1.366.749,57
11	\$250.441,11	\$37.961,47	\$212.479,64	1.154.269,93
12	\$250.441,11	\$32.059,85	\$218.381,26	935.888,67
13	\$250.441,11	\$25.994,31	\$224.446,80	711.441,87
14	\$250.441,11	\$19.760,30	\$230.680,81	480.761,06
15	\$250.441,11	\$13.353,14	\$237.087,97	243.673,09
16	\$250.441,11	\$6.768,02	\$243.673,09	-0,00
Total	\$4.007.057,75	\$807.057,75	\$3.200.000,00	