

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL  
ECUADOR**

**FACULTAD DE ECONOMÍA**

**Disertación previa a la obtención del título de Economista**

*Análisis de la incidencia del Mercado de Valores en el  
desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en el  
Ecuador, periodo 2010 – 2016*

**Erick Alberto Castro García**  
**erick\_al\_cg@hotmail.com**

**Director: Eco. Rodrigo Daqui**  
**Rdaqui@puce.edu.ec**

**Quito, marzo de 2018**

## ***Resumen***

La presente investigación tiene la finalidad de evidenciar el desempeño del mercado de valores ecuatoriano en el desarrollo de uno de los sectores empresariales que ha contribuido a lo largo de la historia en el avance económico del país, las mismas son las pequeñas y medianas empresas. El mercado de valores es un espacio que ha estado en constante desarrollo y que sobretodo, es una alternativa de financiamiento viable, seguro y de bajo costo en comparación al financiamiento tradicional bancario. Por ello, en primera instancia se elabora una descripción, tanto histórica como del contexto actual, del mercado de valores ecuatoriano y el sector empresarial en análisis junto con sus respectivas normativas. En segunda instancia, se analiza el financiamiento de las Pymes en el sector bancario y en el mercado bursátil para poder obtener un criterio y diferenciación en cuanto a los beneficios que cada espacio brinda a las empresas participantes. Por último, se realiza el estudio de experiencias internacionales como Perú, Colombia, Inglaterra, etc., donde el mercado de valores ha establecido un espacio exclusivamente para las empresas con poco capital pero con necesidades de expansión y evolución, y de esta forma proponer lineamientos aplicables dentro de Ecuador.

***Palabras claves:*** Mercado de valores, Financiamiento, Pequeñas y Medianas Empresas, Títulos valor.

*A mis padres, quienes con tanto amor y sacrificio  
han hecho de mí una persona de bien.*

*A mi hermano, quien ha sido un constante apoyo  
a lo largo de mi carrera profesional.*

*A todos y cada una de las personas que han formado  
parte en este tan anhelado logro.*

## *Análisis de la incidencia del Mercado de Valores en el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador, periodo 2010 – 2016*

<i>Introducción</i> .....	7
<i>Metodología</i> .....	9
<i>Preguntas de investigación</i> .....	9
<i>Pregunta General</i> .....	9
<i>Preguntas Específicas</i> .....	9
<i>Objetivos de investigación</i> .....	9
<i>Objetivo General</i> .....	9
<i>Objetivos Específicos</i> .....	9
<i>Tipo de Investigación</i> .....	10
<i>Diseño de la Investigación</i> .....	10
<i>Fundamentos Teóricos</i> .....	11
<i>Teoría sobre la Estructura y Funcionamiento del Sistema Financiero</i> .....	11
<i>El Sistema Financiero</i> .....	12
<i>Componentes del Sistema Financiero</i> .....	12
<i>Mercado de Valores</i> .....	15
<i>Las Bolsas de Valores</i> .....	19
<i>Teoría del Mercado de Valores Eficiente</i> .....	22
<i>Las pequeñas y medianas empresas</i> .....	22
<i>Decisiones Financieras de las Empresas</i> .....	23
<i>Teoría sobre Sistemas Basados en Bancos y Sistemas Basados en Mercado de Capitales</i> .....	24
<i>Teoría de Modigliani – Miller</i> .....	25
<i>Capítulo I: Caracterización del Mercado de Valores y Pequeñas y Medianas Empresas</i> .....	28
<i>Antecedentes históricos del Mercado de Valores</i> .....	28
<i>El Mercado de Valores en Ecuador</i> .....	30
<i>Formalización del Mercado de Valores Ecuatoriano</i> .....	31
<i>Pymes en el Ecuador</i> .....	32
<i>Análisis del Mercado de Valores Ecuatoriano en el contexto actual</i> .....	34
<i>Descripción estructural de la normativa del mercado de valores ecuatoriano</i> .....	40
<i>Capítulo II: Comparativa del financiamiento de las pequeñas y medianas empresas en el mercado de valores e instituciones financieras</i> .....	42
<i>Análisis y descripción del financiamiento de las pymes en la banca privada</i> .....	42

<i>Tasas Efectivas Anuales para créditos Pymes</i> .....	49
<i>Análisis y descripción del financiamiento de las pymes en el mercado de valores</i> .....	50
<i>Opciones de Financiamiento para las Empresas mediante Instrumentos del Mercado de Valores</i> .....	53
<i>Análisis Comparativo de Financiamiento</i> .....	54
<i>Variable “tiempo” como factor de decisión para financiamiento</i> .....	64
<b>Capítulo III: Criterios y estrategias de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas dentro del mercado de valores a partir de experiencias internacionales</b> .....	65
<i>Caso Perú</i> .....	65
<i>Caso España</i> .....	67
<i>Caso Inglaterra</i> .....	69
<i>Caso Chile</i> .....	72
<i>Caso Colombia</i> .....	74
<i>Propuesta de lineamientos y gestión de financiamiento en el mercado de valores ecuatoriano</i> ...	77
<i>Conclusiones</i> .....	80
<i>Recomendaciones</i> .....	82
<i>Referencias Bibliográficas</i> .....	84
<b>Gráfico N° 1 Mercados Financieros</b> .....	14
<b>Gráfico N° 2 Participantes del Mercado de Valores</b> .....	16
<b>Gráfico N° 3 Decisiones Financieras Empresariales</b> .....	24
<b>Gráfico N° 4 Evolución Total de Oferta Pública por Título Valor</b> .....	35
<b>Gráfico N° 5 Número de Emisores</b> .....	36
<b>Gráfico N° 6 Número de Casas de Valores</b> .....	36
<b>Gráfico N° 7 Monto de Negociación Bursátil por Sector</b> .....	37
<b>Gráfico N° 8 Monto de Negociación Bursátil por Tipo de Mercado</b> .....	38
<b>Gráfico N° 9 Capitalización Bursátil vs PIB</b> .....	38
<b>Gráfico N° 10 Volumen de Crédito Mensual Banca Privada</b> .....	40
<b>Gráfico N° 11 Fuentes de Financiamiento de preferencia para las PYMES</b> .....	42
<b>Gráfico N° 12 Entidades Financieras Representativas en el Volumen de Crédito del Segmento Productivo Pymes 2016</b> .....	43
<b>Gráfico N° 13 Entidades Financieras Representativas en el Volumen de Crédito del Segmento Productivo Pymes 2016</b> .....	44
<b>Gráfico N° 14 Volumen de Crédito del Segmento Productivo Pymes por Plazo 2016</b> .....	45
<b>Gráfico N° 15 Destino de Crédito del Segmento Productivo Pymes 2016</b> .....	45
<b>Gráfico N° 16 Volumen de Crédito del Segmento Productivo Pymes por Actividad Económica 2016</b> .....	46
<b>Gráfico N° 17 Entidades Financieras Representativas en el Volumen de Crédito del Segmento Comercial Prioritario Pymes 2016</b> .....	46

<b>Gráfico N° 18 Entidades Financieras Representativas en el Volumen de Crédito del Segmento Comercial Prioritario Pymes 2016.....</b>	<b>47</b>
<b>Gráfico N° 19 Volumen de Crédito del Segmento Comercial Prioritario Pymes por Plazo 2016.....</b>	<b>48</b>
<b>Gráfico N° 20 Destino de Crédito del Segmento Comercial Prioritario Pymes 2016.....</b>	<b>48</b>
<b>Gráfico N° 21 Volumen de Crédito del Segmento Comercial Prioritario Pymes por Actividad Económica 2016.....</b>	<b>49</b>
<b>Gráfico N° 22 Tasa de Interés Activas Efectivas Referenciales para Créditos del Segmento Productivo Pymes y Comercial Prioritario Pymes año 2016.....</b>	<b>50</b>
<b>Gráfico N° 23 Número Total de Emisores vs. Emisores PYMES.....</b>	<b>53</b>
<b>Gráfico N° 24 Opciones de Financiamiento .....</b>	<b>54</b>
<b>Gráfico N° 25 Montos Negociados en Miles de Dólares dentro del Mercado Alternativo de Valores de Perú 2016.....</b>	<b>67</b>
<b>Gráfico N° 26 Número de Empresas que se han financiado a través del Mercado Alternativo Bursátil.....</b>	<b>69</b>
<b>Gráfico N° 27 Número de Empresas del Mercado dentro del AIM.....</b>	<b>71</b>
<b>Gráfico N° 28 Valor de Mercado AIM .....</b>	<b>72</b>
<b>Gráfico N° 29 Cartera de Créditos Bruta por Segmento 2016.....</b>	<b>74</b>
<b>Tabla N° 1 Índices Bursátiles .....</b>	<b>21</b>
<b>Tabla N° 2 Compañías Pertenecientes al Sector Mercantil 2016.....</b>	<b>39</b>
<b>Tabla N° 3 Categorización de Pyme según Niveles de Venta por Entidad Bancaria año 2016....</b>	<b>55</b>
<b>Tabla N° 4 Condiciones Crediticias Constantes y Variables .....</b>	<b>55</b>
<b>Tabla N° 5 Tabla de Amortización Alemana Crédito Bancario.....</b>	<b>56</b>
<b>Tabla N° 6 Tabla de Amortización Francesa Crédito Bancario .....</b>	<b>57</b>
<b>Tabla N° 7 Costo de Financiamiento por Crédito Bancario .....</b>	<b>58</b>
<b>Tabla N° 8 Condiciones, Costos y Gastos de Emisión de Pagarés.....</b>	<b>60</b>
<b>Tabla N° 9 Tabla de Amortización Alemana Emisión de Pagarés.....</b>	<b>60</b>
<b>Tabla N° 10 Costo de Financiamiento por Emisión de Pagarés.....</b>	<b>61</b>
<b>Tabla N° 11 Condiciones, Costos y Gastos del Proceso de Titularización.....</b>	<b>63</b>
<b>Tabla N° 12 Diferencia de Requisitos entre Mercado Principal y Mercado Alternativo de Valores .....</b>	<b>66</b>
<b>Tabla N° 13 Principales características del Alternative Investment Market.....</b>	<b>70</b>
<b>Tabla N° 14 Principales Características y Diferencias del Mercado Principal y Segundo Mercado de Colombia .....</b>	<b>76</b>
<b>Tabla N° 15 Propuestas de Lineamientos y Gestión en el Mercado de Valores Ecuatoriano.....</b>	<b>78</b>

## *Introducción*

El mercado de valores ecuatoriano es un medio de financiamiento por el cual los diferentes participantes de los sectores privado o público, tienen la posibilidad de acceder a los recursos financieros que necesitan para realizar sus actividades. Además, el mercado de valores cuenta con intermediarios autorizados que facilitan al inversionista a realizar transacciones en los diferentes títulos valores. Estos intermediarios son las casas de valores, brókers, corredores de bolsa, entre otros. Asimismo, una de las principales ventajas de este espacio de financiamiento, es que todos los actores involucrados tienen acceso a información actualizada y detallada de cada una de las empresas, cumpliendo de esta manera las normas y reglamentos que establece el mercado de valores y precautelando la seguridad de las inversiones y movimientos que realicen los inversionistas. A su vez, el mercado de valores reúne oferentes y demandantes de dinero convirtiéndose de este modo en una herramienta de canalización de recursos (Brull, 2007:12).

Uno de los potenciales sectores que tienen la posibilidad de beneficiarse de las ventajas que brinda el mercado de valores, es el de las pequeñas y medianas empresas. Este sector empresarial contribuye con alrededor del 45% de la generación de empleo y con alrededor del 35% al producto interno bruto en lo que respecta a países de América Latina. A pesar de que las PYMES son un actor importante en las economías, entidades financieras como los bancos, no consideran a este sector como sujetos a crédito, no son tomados en cuenta para la colocación de recursos económicos y cuando logran acceder a un cupo crediticio, las condiciones de garantías son excesivas, por ello se ven en la necesidad de buscar otras fuentes de financiamiento, que en muchos casos no benefician del todo al solicitante del crédito. De este modo y ante el contexto expuesto, el mercado de valores sería una opción factible para que las pequeñas y medianas empresas se beneficien de las ventajas que brinda este espacio (Llisterri, 2007:1).

Muchos economistas, desde el siglo XIX han diferido en cuanto a las opiniones sobre el financiamiento que puede proporcionar el sistema basado en bancos o el sistema basado en mercado de valores. Según Diamond, (1984) y Ramakrishnan & Thakor, (1984), el sistema de financiamiento basado en bancos se destaca en la adquisición de información sobre empresas, la mejor gestión en cuanto a la asignación de capital y la formación de un buen gobierno corporativo. Por el contrario, Homstrom & Tirole, (1993) argumentan que el financiamiento en el mercado de valores fomenta a las empresas a tener mayores incentivos en investigación ya que es más fácil sacar provecho de la información que tiene el mercado y, a su vez, dentro de este espacio se puede facilitar la gestión de riesgo para las empresas.

De esta manera, es necesario contextualizar la situación de las bolsas de valores en el Ecuador para entender cuál es el entorno en el que las PYMES podrían incorporarse. Uno de los principales objetivos del mercado de valores ecuatoriano es dirigir recursos a las empresas de los diferentes sectores partícipes en el mediano y largo plazo, no obstante, han sido ciertas empresas las que se han visto beneficiadas. La capitalización bursátil<sup>1</sup> a nivel nacional evidencia que únicamente cinco

---

<sup>1</sup>Medida económica que indica el valor total de una empresa según el precio de mercado.

empresas de carácter privado concentran más del 50% de capitalización a nivel nacional. Cervecería Nacional CN S.A. encabeza la lista con 22,71% de capitalización, seguida de Holcim Ecuador S.A. con 20,22%, Corporación Favorita S.A. con 16,4% Holding Tonicorp con 5,41% y Unacem Ecuador S.A. con 4,29% de capitalización bursátil a nivel nacional, teniendo un total entre estas cinco empresas mencionadas de 68,78%. Estas empresas forman parte de los sectores de industrias manufactureras (Cervecería Nacional CN S.A., Holcim Ecuador S.A., Unacem Ecuador S.A.) y comercio al por mayor y menor (Corporación Favorita S.A., Holding Tonicorp) (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017).

Además, el desarrollo del marco legal es una parte transversal para realizar el análisis. Desde la primera ley expedida en 1993, hasta la más reciente expedida el 7 de septiembre de 1998 publicada en el Suplemento del Registro Oficial en N° 20, y las reformas establecidas en 2014 por parte de la Asamblea Nacional del Ecuador, se evidencia que el mercado de valores es de conocimiento limitado en cuanto a las ventajas, funciones y manejo de las diferentes opciones para el financiamiento. Según Rosero (2011), las leyes creadas a lo largo de la historia se han realizado en función de intereses particulares como intereses de bancos, gobierno, entre otros. Conjuntamente, se cuestiona sobre los requisitos solicitados para que las empresas puedan cumplir con la oferta pública, como por ejemplo el tener una calificación de riesgo para valores representativos de deuda, haber puesto en circulación un prospecto de oferta pública, cumplir con los requisitos de estandarización, etc. Estos requisitos son de difícil cumplimiento para las pequeñas y medianas empresas ya que se considera que están dirigidas hacia las grandes y consolidadas empresas. Se puede denotar este sesgo en cuanto al direccionamiento en los requisitos, cuando se observan que las empresas mencionadas anteriormente tienen un nivel de participación representativo.

Ante esta circunstancia, la Ley de Mercado de Valores contemplaba en su artículo 34 un mecanismo de negociación para valores no inscritos en el Registro del Mercado de Valores (REVNI), el mismo que conforma un espacio de iniciación y maduración (mercado de aclimatación) para aquellas empresas que no pueden cumplir con los requisitos formales para negociar en bolsa. Con las reformas realizadas en el 2014, se cambia esta figura del REVNI por el Registro Especial Bursátil (REB) Esto permite que las pequeñas empresas experimenten los servicios que brinda el mercado de valores. Sin embargo, para enero de 2017 únicamente se contaba con dos emisores (Inde Caucho CIA LTDA. y AMC Ecuador CIA LTDA.) los cuales negociaban pagares por un monto total de 1.410 miles de dólares (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2016).

Ante el contexto y la situación descrita anteriormente, el estudio de temas de índole socio – económicos, hacen que el desarrollo de los mismos se convierta en aportes importantes. En este caso el análisis de la participación de las pequeñas y medianas empresas dentro del mercado de valores, hace que el aporte del mismo tenga carácter teórico, práctico y metodológico pues el estudio parte de una teoría económica y pretende llegar a ser un aporte práctico, ya que con los datos recolectados, el desarrollo de la investigación y los resultados obtenidos, se darán conclusiones y recomendaciones aplicables a la situación ecuatoriana.

La investigación tendrá un aporte metodológico, pues se dará a conocer diferentes alternativas de financiamiento a las pequeñas empresas que desean incursionar en el mercado de valores, todo con la

finalidad de conocer la mejor alternativa que genere los mayores rendimientos posibles con menores riesgos y fácil accesibilidad, para de este modo hacer al sector de las pequeñas y medianas empresas solvente y demostrar que el mercado de valores es un espacio factible para el financiamiento empresarial. Todo este estudio se respalda con evidencias, datos y fuentes teóricas que convierten el trabajo en una investigación de carácter científico.

## ***Metodología***

### ***Preguntas de investigación***

#### **Pregunta General**

- ¿Cuál ha sido la contribución del mercado de valores ecuatoriano mediante la emisión de títulos de renta fija que apalancan el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en el periodo 2010 - 2016?

#### **Preguntas Específicas**

- ¿Cuál es el contexto y evolución del mercado de valores en cuanto al financiamiento y desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador?
- ¿Cuáles son los mecanismos de financiamiento en el mercado de valores ecuatoriano para las pequeñas y medianas empresas y qué impacto han tenido en el desarrollo económico?
- ¿Cuáles son las principales semejanzas y diferencias en las opciones de financiamiento que ofrece el mercado de valores en el Ecuador a las pequeñas y medianas empresas respecto a mercados de valores internacionales?

### ***Objetivos de investigación***

#### **Objetivo General**

- Evaluar la contribución del mercado de valores ecuatoriano mediante la emisión de títulos de renta fija que apalancan el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en el periodo 2010 – 2016.

#### **Objetivos Específicos**

- Analizar el contexto y evolución del mercado de valores en cuanto al financiamiento y desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador.

- Identificar los mecanismos de financiamiento en el mercado de valores ecuatoriano para las pequeñas y medianas empresas y qué impacto han tenido en el desarrollo económico.
- Contrastar las opciones de financiamiento que ofrece el mercado de valores en el Ecuador a las pequeñas y medianas empresas respecto a mercados de valores internacionales.

## ***Tipo de Investigación***

El método a usarse en la presente investigación es *inductivo* debido a que se parte de lo particular para llegar a lo general. Específicamente, el estudio comienza del análisis de un escenario empírico, tomando en cuenta el contexto del mercado de valores y la participación ejercida por los principales actores de la investigación, los cuales son las pequeñas y medianas empresas. Una vez examinadas las condiciones de participación por parte de dichas empresas, se analiza los rendimientos obtenidos y costos mediante la financiación realizada en el mercado de valores. Finalmente, se llega a sustentar y a dar un aporte a las teorías expuestas en la investigación, pues se partió de la observación, siguió la experimentación y se llegó a la inducción.

Además la investigación tiene carácter exploratorio, pues en primera instancia, no existen varios estudios que evidencien la problemática planteada en la presente, la misma que menciona el problema de participación y financiamiento de las pequeñas y medianas empresa dentro del mercado de valores. Además, la investigación busca dar tendencias para nuevos estudios a raíz de los datos encontrados como el monto en dólares de los rendimientos que se pueden obtener por el financiamiento en el mercado de valores, de manera que sustenten nuevas investigaciones referentes al tema.

## ***Diseño de la Investigación***

La investigación que se realiza es un estudio de caso, pues como lo menciona Gerring, (2007:20) es un estudio intensivo de un fenómeno relativamente delimitado donde el principal objetivo es exponer las particularidades de un fenómeno similar a una escala mayor. Bajo este contexto, lo que se procederá a realizar es el estudio de la incidencia del mercado de valores en el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en un periodo de tiempo delimitado, con el fin de evidenciar los beneficios de dicha incursión en este espacio de financiamiento. Para la elaboración de la investigación, se va a utilizar un método mixto, es decir un método que incorpore lo cuantitativo y cualitativo. Se utiliza ambos métodos debido a que cada pregunta de investigación tiene un fin diferente y, por ende, un método diferente.

La primera pregunta de investigación tiene la particularidad de enfocarse en la descripción del tema, centrándose en el contexto y evolución del mercado de valores y las pequeñas y medianas empresas. La segunda pregunta, tiene un carácter cuantitativo pues se va a responder mediante la ayuda de estadística descriptiva y análisis financiero, los mecanismos de financiamiento que brinda el mercado

de valores y el sistema bancario a las pequeñas y medianas empresas y a su vez, determinar el impacto que se ha dado en este espacio de financiamiento. Para determinar el impacto, se estudiarán los diferentes indicadores bursátiles como capitalización bursátil, número de inversiones realizadas, evaluación del riesgo, etc. Además, se completará el análisis del mismo con el cálculo de indicadores que en primera instancia evidencien la gestión de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas y gráficos representativos del mercado de valores ecuatoriano para de este modo identificar en concreto el impacto que se ha generado en el desarrollo económico. La tercera pregunta busca realizar una comparación entre las opciones de financiamiento que las pequeñas y medianas empresas tienen en el mercado de valores ecuatoriano y las opciones de financiamiento que se presentan en los mercados de valores internacionales. Al realizar el contraste mencionado, se determinarán semejanzas y diferencias las cuales servirán como aporte de la investigación para tomarse en cuenta y poder ser directrices para la aplicabilidad de posibles políticas y estrategias tanto para las pequeñas y medianas empresas como para el mercado de valores ecuatoriano.

## ***Fundamentos Teóricos***

Una de las características y ventajas del mercado de valores es la forma en la que está estructurado. El mercado de valores es un espacio muy exigente en cuanto a información, por esta razón el mercado de valores es considerado un mercado justo. Además, aun en tiempos de crisis, las empresas que se financian en este espacio pueden seguir recibiendo rendimientos positivos. Debido a ello, son muchas empresas, tanto públicas como privadas, las que deciden financiarse mediante este espacio (Bolsa de Valores de Quito, 2017).

Los mercados convencionales sufren de varias susceptibilidades, pues dependen de varios factores micro y macroeconómicos y, a su vez falta de información necesaria que permita tomar decisiones a los actores económicos para obtener financiamiento y rentabilidad. El mercado de valores contrasta con esta posición debido a su estructura funcional y por ello el rendimiento y rentabilidad puede llegar a ser mejor si se tiene la estrategia de inversión correcta. Visto de este modo, las principales teorías a analizar en la presente investigación, van enfocadas en el desarrollo, desenvolvimiento y funcionamiento del mercado de valores, vinculadas a la incidencia que este espacio tiene en el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador (Bolsa de Valores de Quito, 2017).

## ***Teoría sobre la Estructura y Funcionamiento del Sistema Financiero***

Con el fin de comprender en totalidad el campo económico donde se sitúa y se desenvuelve el mercado de valores y su vinculación con las pequeñas y medianas empresas, se presentan los siguientes temas que van desde lo general hasta lo específico, detallando y sustentando cada punto descrito, constituyendo la base fundamental en sobre la cual se presentarán los resultados del análisis investigativo.

Según Lawrence & Chad(2012), las finanzas son una ciencia y arte para administrar el dinero. Desde la perspectiva empresarial, las finanzas involucran toma de decisiones en cuanto a gastos, ahorros e inversión. Dentro del sistema financiero se encuentran unidades deficitarias y excedentarias de liquidez, donde quienes cuentan con mayor liquidez (excedentarios), colocan sus excedentes temporalmente, con el fin de obtener una rentabilidad y canalizarlo por medio del sistema financiero el cual cuenta con instituciones, instrumentos y mercados donde los agentes deficitarios pueden encontrar los recursos necesarios para financiarse (Grinblatt & Titman, 2003).

## ***El Sistema Financiero***

Dentro de la ciencia económica, el componente financiero es trascendental en cualquier estudio económico, pues su amplitud teórica abarca al conjunto de procesos de financiación que se realizan en la economía. El sistema financiero es el conjunto de instituciones, técnicas y mercados que permiten la distribución del dinero y la creación de instrumentos monetarios, necesarios para expandir la economía de los países y fundamentalmente, canalizar el ahorro hacia la inversión (Rodríguez Milián, 2015). Por otro lado, Samuelson (2003) menciona que el sistema financiero, dentro de la economía moderna, es una parte crítica debido a que dentro de este se ejecutan toda clase de actividades financieras, como la transferencia de recursos entre regiones o sectores dinamizando la economía mediante inversiones productivas.

Mishkin (2008), desarrolla la idea sobre la importancia del sistema financiero y explica que la actividad central del mismo es transferir fondos de personas que lo tienen a quienes tienen déficit, promoviendo la eficiencia, pues convierte rentable el dinero de quienes no lo necesitan, transfiriéndolo a quien si hace productivo los recursos excedentes en un determinado espacio de tiempo. Para argumentar lo expresado, Mishkin establece que un factor central para el desarrollo y crecimiento de un país, es el correcto funcionamiento del sistema financiero y, si esta falla o presenta un desempeño deficiente, sería una de las causas de la pobreza en los países.

Para Stiglitz (2006: 150), el sistema financiero se encarga de vigilar los recursos para que los mismos se usen en la forma correspondiente. Un mal funcionamiento puede desencadenar en una crisis, ya que el colapso del sistema financiero puede causar el desfinanciamiento de las empresas provocando que los niveles corrientes de producción e inversiones caigan en niveles drásticos. Una vez que caen los niveles de producción e inversiones, los beneficios hacen lo propio, llevando a las empresas a la quiebra y a empeorar los balances bancarios. Es por estos motivos que, la buena salud del sistema financiero es trascendental en la economía de los países.

## ***Componentes del Sistema Financiero***

Para Samuelson(2003), los sistemas financieros se componen de bancos, instituciones y empresas que se encargan de satisfacer las necesidades de financiamiento por parte de las familias, empresas y gobiernos tanto locales como del exterior, y es en este donde la política monetaria puede ejercerse

como una herramienta gubernamental para controlar los ciclos económicos. De tal modo, el sistema financiero se compone de la siguiente manera:

- a) Instrumentos financieros
- b) Intermediarios financieros
- c) Mercados financieros

### ***a) Instrumentos financieros***

Los instrumentos financieros son catalogados como la representación de deuda, emitidos por un prestatario, quien recibe financiamiento, y recibidos por parte de un prestamista, quien facilita los fondos. Es así que, los instrumentos financieros pueden catalogarse en dos subgrupos. Para quien emite, representa un pasivo financiero<sup>2</sup>, mientras para quien compra representa un activo financiero<sup>3</sup>. Los instrumentos financieros circulan en sentido opuesto a los flujos financieros, deduciendo a su vez que, al mismo tiempo que transfieren recursos desde quienes tienen excedentes a quienes tienen déficit, transfieren riesgos, puesto que la devolución de aquellos recursos prestados, quedará condicionada a la situación de quien recibe los fondos y la posibilidad de cumplimiento en cuanto a intereses y amortización del monto principal (Papillón Fernández, de la Cuesta González, & Ruza y Paz Curbera, 2009).

### ***b) Intermediarios financieros***

Cierta financiación realizada por medio de mercados, no necesita de intermediarios financieros, a esta forma de financiamiento se la cataloga directa. Las necesidades por parte de oferentes y demandantes en cuanto a financiación, muchas de las veces provocan problemas al momento de conciliar las diferentes condiciones, dado que los prestamistas buscan asegurar sus recursos y obtener la mayor liquidez y los prestatarios buscan financiamiento a largo plazo y barato. Por esta razón, los mercados directos no resultan ser satisfactorios en su totalidad (Papillón Fernández, de la Cuesta González, & Ruza y Paz Curbera, 2009).

Para solventar este tipo de problemas, es necesario de los intermediarios financieros ya que estos se encargan de crear un vínculo de conformidad entre prestamistas y prestatarios. La tarea de los intermediarios financieros consiste en conciliar las necesidades entre dos partes y de algún modo, transformar los instrumentos financieros directos en instrumentos financieros indirectos, los cuales son más líquidos y seguros. De este modo, según Fernández, de la Cuesta & Ruza (2009), argumentan que los intermediarios financieros se encargan principalmente de:

- Negociar contratos
- Seguimiento del prestatario y de su solvencia

---

<sup>2</sup> Forma de obtener financiación que incorpora una obligación futura de devolución.

<sup>3</sup> Forma para adquirir o mantener niveles de ingreso.

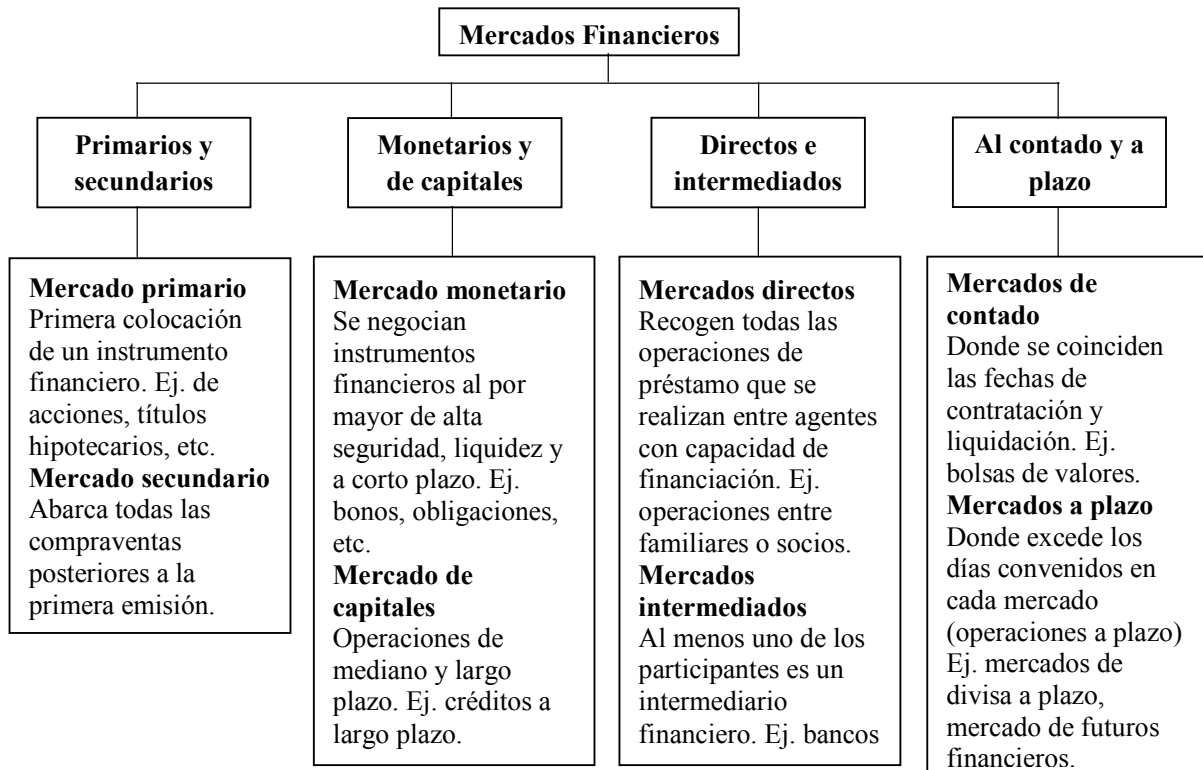
- Búsqueda de contrapartida entre demandante u oferente

En conclusión, los intermediarios financieros son los facilitadores para generar una relación armoniosa y de conformidad para los agentes deficitarios y superavitarios, esto debido a la posible falta de información en los mercados financieros (Madura J. , 2001).

### c) *Mercados Financieros*

Para Fernández, de la Cuesta & Ruza (2009:30), un mercado financiero es “un lugar o mecanismo en el que se compran y venden instrumentos financieros y se determinan precios y volúmenes negociados”. Desde la antigüedad, las operaciones de compra y venta de activos financieros, se realizaban en lugares establecidos como las bolsas de valores existentes a nivel mundial. Con el avance tecnológico, los procesos de negociación también fueron avanzando y en la actualidad, no es necesario contar con espacio físico ya que las operaciones se realizan por medio de herramientas tecnológicas. Las clases de mercados financieros se detallan en el siguiente esquema:

**Gráfico N° 1 Mercados Financieros**



Fuente: Fernández, de la Cuesta & Ruza (2009)

Elaboración: Erick Castro

En general, los mercados financieros son considerados como la base fundamental del sistema financiero debido a que en estos espacios se negocian y transan los diferentes activos financieros y se da solvencia a las necesidades de negociación por parte de los oferentes y demandantes.

## ***Mercado de Valores***

El mercado de valores es un espacio donde los actores pertenecientes al mismo pueden encontrar una manera eficaz de financiamiento. Su nacimiento data en el siglo XII en Francia, a raíz del nacimiento de los mercaderes, bancos y comunidades agrícolas, donde existían los corredores que tenían como labor el manejo de la gestión y regulación de las deudas entre comunidades agrícolas y los bancos. En realidad, podría decirse que el mercado de valores tiene su surgimiento a raíz de que los antiguos mercaderes tomaban algún lugar céntrico con el fin de comprar y vender productos primarios. Con el pasar de los años, los objetos que se intercambiaban eran más amplios y de mayor complejidad, llegando así a intercambiar bienes sofisticados y complejos denominados “valores representativos” de derecho económico con carácter patrimonial o crediticio (Bolsa de Valores de Quito, 2017).

Para Madura J. (2003), el mercado de valores forma parte del sistema financiero y es un mecanismo o lugar donde se generan intercambios de activos financieros y a su vez, se determinan precios. Además la relación entre los agentes participantes se puede dar de diversas maneras: por internet, subastas o mecanismos virtuales. Para complementar, Brull (2007) menciona que el mercado de valores es un espacio organizado y especializado donde los servicios e instrumentos ofrecidos en este espacio, facilitan la negociación y financiamiento de empresas.

Según Del Valle(2004), el mercado de valores es “una de las fuentes más importantes para que las empresas puedan recaudar dinero”. Mediante el mercado de valores, las empresas pueden recaudar dinero o capital adicional para ejecutar sus diferentes proyectos. Esto se puede lograr mediante la venta de nuevas acciones. A su vez, Del Valle expresa que el buen funcionamiento de este espacio, facilita el crecimiento de las economías, disminuye costos y riesgos generando que las empresas produzcan mayor cantidad de bienes y servicios, así como la generación de empleo.

### ***a) Principales funciones del mercado de valores***

Según Verchik (2003), dado que el mercado es un lugar donde se intercambian bienes a determinados precios, dentro del mercado de valores lo que se intercambian y se negocian son títulos valores, muy aparte de que dichos mercados sean físicos o no, e incluso, de que se llegan a determinar los precios de negociación en ellos. A su vez, el mercado se encarga de contactar a los agentes económicos que forman parte de él, logrando beneficios para los partícipes, de tal forma que este espacio de negociación, cumple con las siguientes y principales funciones:

- Contactar a los agentes económicos que son partícipes, como lo son, empresas, personas, intermediarios financieros.

- Fijar precios de activos financieros negociados.
- Brindar liquidez a los activos financieros.
- Reducir los costos y plazos generados por la intermediación.

## ***b) Características del mercado de valores***

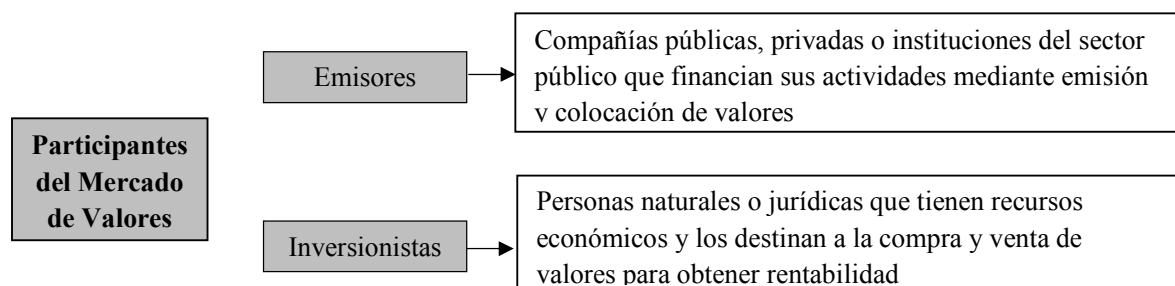
Para Fradique (2003), un mercado de valores es eficiente cuando cumpla de manera eficiente todas las funciones que lo corresponden y caracterizan. Para aquellas economías de libre mercado, la eficiencia se entiende por “mercado ideal de competencia perfecta”, evidenciando que el mercado debe ser transparente, libre y perfecto, y si un mercado de valores llega a su perfección, está cumpliendo a su vez con amplitud, transparencia, libertad, profundidad y flexibilidad, siendo estas las principales características que puede presentar un mercado de valores eficiente.

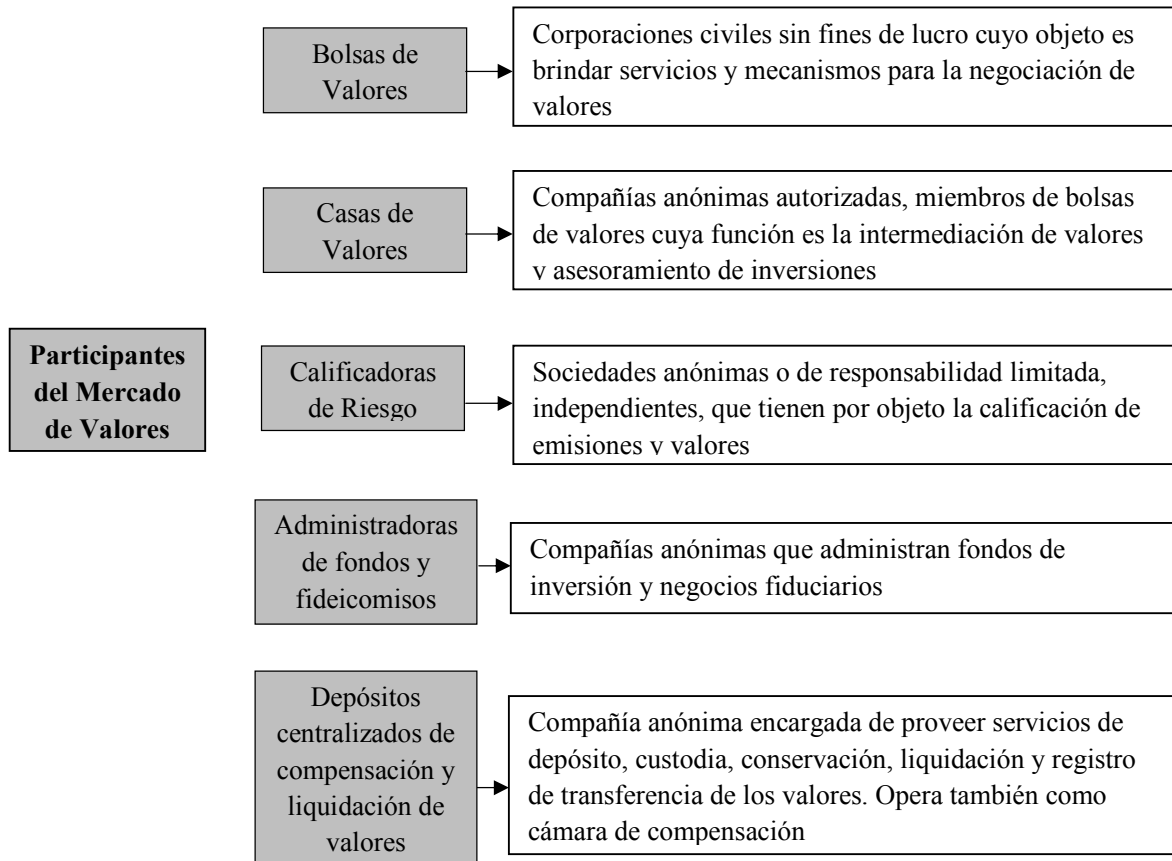
Al hablar de *amplitud*, nos referimos a que mientras más activos financieros se intercambien dentro del mercado, el volumen será más amplio. Esto provoca que exista mayor satisfacción en la oferta y demanda, estabilización más rápida en los precios y a su vez, estabilización de los tipos de interés. La *transparencia* está directamente relacionada con la información, ya que mientras más accesible, rápida y menos costos tenga entre los agentes participantes, el mercado tiende a ser perfecto. Si no existe limitaciones en el momento de intercambiar activos o barreras de acceso tanto para al vendedor como para el comprador, hacemos referencia a que el mercado tiene *libertad*. Y por último, un mercado es *profundo*, mientras tenga el mayor número posible de órdenes de compra y venta para los distintos tipos de activos y, *flexible* cuando el mercado facilita la reacción rápida de los agentes al presenciar cambios en los precios (Córdoba Padilla, 2015)

## ***c) Participantes del mercado de valores***

Según Chisari & Ferro(2009: 9) “para que el mercado de valores sea posible se requiere la interacción de múltiples actores, como los emisores, los inversionistas, las bolsas de valores, los depósitos centralizados, los intermediarios de valores y las autoridades, entre otros.” En el siguiente gráfico se observa los principales participantes del mercado de valores.

**Gráfico N° 2 Participantes del Mercado de Valores**





Fuente: Bolsa de Valores de Quito (2017)

Elaboración: Erick Castro

#### ***d) Papel del mercado de valores en la economía***

El papel del mercado de valores en la economía es de gran importancia ya que este espacio de financiamiento permite diversificar y cubrir el riesgo, además de facilitar la fluidez del dinero para permitir el financiamiento de proyectos productivos. De hecho, el crecimiento y desarrollo de las economías, depende mucho del buen funcionamiento del mercado de valores. La historia nos remite a pensar en que, las crisis financieras generadas a nivel mundial se han visto acompañadas por recesiones fuertes del mercado de valores (Córdoba Padilla, 2015).

Dadas las características funcionales y estructurales del mercado de valores, se puede concluir que estos están conectados estrechamente con los diferentes sectores de la economía (productivos, estratégicos, manufactureros, entre otros). Córdoba (2015:129) explica con un ejemplo el caso de un exportador, quien vende su producto en dólares americanos. Este individuo puede acudir al mercado de valores para negociar algún activo financiero que le permita asegurarse de los movimientos del dólar, o a su vez, negociar otro activo en diferente moneda. O en el caso de cierta empresa que, al

verse en la necesidad de dinero, acude al mercado de valores para obtener financiamiento y decide vender acciones.

La tasa de interés es un factor determinante en el funcionamiento del mercado de valores en las economías. Cuando las tasas de interés bajan, la inversión en la bolsa se vuelve más atractiva para los inversionistas, debido a que ellos buscan las mejores alternativas que les proporcionen mayor rentabilidad. Al contrario, si la tasa de interés aumenta, la inversión en bolsa es menos atractiva para los inversionistas pues pueden obtener mayor rentabilidad en otros espacios de financiamiento como en bancos (Córdoba Padilla, 2015).

### ***e) Títulos valores***

Para Dumrauf (2003: 244) los títulos valores son “documentos necesarios que sirven para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo que en ellos se incorpora. Pueden ser de contenido crediticios, corporativos o de participación y tradición o representativos de mercancías.”

Por otra parte, Ascarelli (1964: 13) explica que un título valor es:

Aquel documento escrito y firmado, nominativo a la orden o al portador, que menciona la promesa unilateral de pago de una suma de dinero o de una cantidad de mercadería, con vencimiento determinado o determinable; o de consignación de mercadería o de títulos especificados y que socialmente sea considerado como destinado a la circulación, así como aquel documento que constante, con la firma de uno de los directores, la calidad de socio de una sociedad anónima.

Entre los principales títulos valores que se negocian se encuentran:

- Las acciones (de sociedades, negocios o personas)
- Los bonos
- Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias
- Bonos de titularización
- Participaciones y acciones de instituciones
- Letras del tesoro
- Certificados de depósitos
- Pagarés
- Participaciones preferentes
- Cédulas territoriales
- Warrants
- Futuros

## ***f) Instrumentos de inversión en el mercado de valores***

Los instrumentos de inversión dentro del mercado de valores se dividen en dos grupos que son: instrumentos de inversión de renta fija y renta variable. Los instrumentos de *renta fija* hacen referencia a contratos con carácter de promesa en cuanto a futuros flujos de caja, que un inversionista está dispuesto a recibir. Esto se lo formaliza mediante un contrato donde constan las características de relación existentes entre el inversionista y el emisor Lahoud(2002). La característica más importante de un instrumento de renta fija es que su rentabilidad, la cual se realiza mediante el pago de intereses, está establecida o fijada para todo el periodo que dure la emisión. Esto no significa que siempre el interés establecido en un principio sea constante o fijo (San Millán, 2014).

Los instrumentos de *renta variable* tienen esta denominación ya que los rendimientos obtenidos por los inversionistas, dependen del desenvolvimiento y desempeño de la empresa emisora. Dependiendo de las condiciones del mercado y lo que se llegue a acordar entre el inversionista y el emisor en el contrato, el rendimiento convenido puede ser ajustado periódicamente. Los beneficios obtenidos por los inversionistas corresponden a los dividendos que la empresa genera. En general, los títulos de renta variable son las acciones(Córdoba Padilla, 2015: 46).

Cabe señalar que, los instrumentos de inversión de renta fija y renta variable, están dentro de los activos denominados “primitivos” ya que su valor depende de rentas futuras esperadas y del riesgo al que están sujetos(Córdoba Padilla, 2015: 46).

## ***Las Bolsas de Valores***

Para Soriano Llobera (2012), las bolsas de valores son mercados de renta variable, debido a que los rendimientos de los activos negociados traducidos en dividendos, derechos de suscripción o plusvalías (ganancia de capital), dependen tanto de la situación interna de cada empresa, como de la situación económica. De este modo, la principal razón de existir de estos mercados es la de transferir excesos de liquidez desde unos agentes económicos hacia otros, fomentando la participación económica de empresas o personas naturales.

Según Martínez (2010), las bolsas de valores son entidades que históricamente se han denominado bajo el nombre de “bolsas de comercio”, siendo este nombre erróneo, puesto que en ellas se negocian valores, mas no mercancías ni otros tipos de activos bajo esta distinción; por esta razón, la denominación correcta a estos espacios es bolsa de valores.

Asimismo, Jaramillo (2003) explica que la bolsa de valores es un establecimiento de carácter público o privado, que tiene la autorización de funcionamiento de los gobiernos de cada país, donde por medio de este se compran y venden títulos de valor con la ayuda de corredores de bolsa. Además, estos establecimientos tienen como finalidad poner en contacto a empresas o personas que necesitan

financiamiento con oferentes de dinero; a cambio las bolsas de valores reciben una retribución económica.

Si las empresas grandes, pequeñas o medianas, no tuvieran la facilidad de un mercado como el de las bolsas de valores, donde se les permita vender con fluidez los diferentes activos financieros con los que cuentan en los momentos en que necesitan de liquidez y financiamiento para diversos fines, la mayor parte de los grandes proyectos económicos empresariales, que ayudan en general al desarrollo de los países, no se llegarían a concretar, provocando de este modo recesiones económicas en mucho de los casos (Soriano Llobera, 2012).

### ***a) Funciones de las bolsas de valores***

Entre las principales funciones que tienen las bolsas de valores según Córdoba Padilla (2015: 169) encontramos las siguientes:

- Conducir el ahorro hacia la inversión, generando desarrollo económico.
- Contactar a empresas y entes del Estado que necesitan recursos económicos para invertir.
- Ayudan a los tenedores de títulos de valor a convertir sus acciones o diferentes tenencias en dinero, brindando así liquidez a la inversión.
- Certifican precios de mercado.
- Asignan eficientemente los recursos económicos.
- Contribuyen a la valoración de activos.

Además de las presentadas anteriormente, Brull (2007: 12) menciona otras funciones de la bolsa de valores, entre ellas complementa que estas entidades se encargan de proveer a los participantes información clara y efectiva, de todo lo concerniente a valores, empresas, emisores, instrumentos y negociaciones y operaciones que se presentan dentro de la bolsa. A su vez, otra de las funciones realizadas por las bolsas de valores es supervisar el cumplimiento de las actividades en función a las regulaciones establecidas. Por ejemplo, verificar que las empresas participantes presenten los balances generales y de situación empresarial, que por lo general son trimestrales. Estas se guardan en las bibliotecas década mercado de valor, y ayuda a que los inversionistas tengan los insumos necesarios para dar seguimiento a sus inversiones y puedan tomar las decisiones que a ellos les benefician.

### ***b) Papel de la bolsa de valores en la economía***

Las empresas que emiten acciones y obligaciones en la bolsa de valores, tienen una alternativa de financiamiento eficiente. De la misma forma del sistema bancario, las bolsas de valores forman parte de las alternativas para el financiamiento de empresas y personas dentro de la economía. A raíz de la conformación y presencia de las bolsas de valores, se pasó de una economía de endeudamiento en la cual, los agentes económicos no tienen contacto directamente en el mercado, sino que cuentan con intermediarios que se encargan de recibir los fondos de quienes tienen excedentes (prestamistas) y los

entregan bajo la forma de créditos<sup>4</sup>, a una economía de mercado financiero donde existe mayor seguridad para las empresas puesto que su financiación es cerciorada mediante llamada directa al mercado o por medio de emisión de instrumentos financieros como acciones u obligaciones (Córdoba Padilla, 2015:172).

Las empresas que deciden incursionar dentro de las bolsas de valores, también tienen la posibilidad de mejorar su notoriedad, conseguir mayores rendimientos mediante la atracción de nuevos accionistas quienes tienen la oportunidad de efectuar aumentos de capital en la empresa en que están invirtiendo, siempre y cuando las empresas lo retribuyan ofreciendo a sus accionistas tratos preferenciales y de igual manera las empresas pueden buscar en el mercado las posibilidades para financiar sus proyectos de desarrollo y de esta manera, mejorar su estructura financiera y su independencia en el largo plazo (Córdoba Padilla, 2015:172).

### *c) Índices Bursátiles*

Los índices bursátiles dentro de las bolsas de valores, sirven como indicador que evidencia la evolución de la cotización de una parte de acciones representativas. Los índices bursátiles representan a diferentes bolsas de valores, los cuales están conformados por las acciones de un determinado número de empresas que son representativas dentro de la bolsa. Estos índices bursátiles sirven a su vez como barómetros de las bolsas de valores ya que muestran la tendencia del mercado y de sus acciones(Córdoba Padilla, 2015:173).

A nivel mundial los índices bursátiles más conocidos son:

**Tabla N° 1 Índices Bursátiles**

<b>País</b>	<b>Nombre del índice</b>	<b>N° de empresas que incluye</b>
Bélgica	BEL 20	20 empresas representativas
Francia	CAC 40	40 empresas representativas
Estados Unidos	Dow Jones	30 empresas representativas
Japón	Nikkei 225	225 valores más líquidos
Gran Bretaña	Financial Times Index 100	100 empresas representativas
Indonesia	Straits Times Index	30 empresas representativas
Alemania	Dax 30	30 empresas representativas

<sup>4</sup> Este proceso en general, se lo conoce como financiación indirecta.

Fuente: Mercado de Valores – Córdoba Padilla (2015)  
Elaboración: Erick Castro

## ***Teoría del Mercado de Valores Eficiente***

La eficiencia del mercado de valores ha sido ampliamente debatida, y depende de diversos factores que cada país los presenta. Para Eugene Fama (1970) la información que tiene los mercados de valores es lo destacable a comparación de otros mercados, el menciona que “la idea de la eficiencia informacional de los mercados, así como sus hechos observados y sus métodos empíricos continúan hoy guiando todas estas importantes líneas de investigación” (Fama, 1970). De aquí parten varias pautas como la información completa, métodos de inversión e información sobre precios, lo que permite que una inversión genere la mayor rentabilidad posible dependiendo de cada situación de inversión.

Para sustentar lo mencionado anteriormente, Stiglitz y Weiss mencionan que la presencia de información asimétrica, conlleva a problemas de riesgo moral y selección adversa aplicada en los diferentes mercados financieros. Esto provoca que el prestamista, cuando percibe un riesgo elevado, opte por pedir mayores garantías aumentando los costos financieros y en muchos de los casos negando el crédito a las empresas o agentes necesitados de recursos financieros (Stiglitz & Weiss, 2002). Por ello, el mercado de valores, bajo el cumplimiento de la teoría del mercado eficiente, es una muy buena opción de financiamiento e inversión.

Por otra parte, Córdoba Padilla (2015:129) menciona que el concepto de mercado eficiente tiene relación con el concepto de mercado ideal de competencia perfecta según lo que la teoría económica expresa. Dicha teoría explica que, el escenario de mercado perfecto se da cuando existe libertad de movilidad para los recursos, es decir, no hay impedimentos para que se desarrolle un libre juego de la oferta y la demanda (fuerzas del mercado) y esto permita la determinación de los precios, y las condiciones ideales del mercado.

## ***Las pequeñas y medianas empresas***

Para llegar a la conceptualización de pequeña y mediana empresa, es necesario entender en primera instancia el concepto de empresa. Para Sanchis & Ribeiro Soriano (1999), “la empresa representa uno de los agentes fundamentales en el desarrollo de todo sistema económico, desempeñando una serie de funciones sociales y económicas que contribuyen el crecimiento de dicho sistema”, esto bajo un enfoque macroeconómico. En este sentido, la definición más simple a la que se puede llegar es que la empresa es una unidad básica de producción (Sanchis & Ribeiro Soriano, 1999:4).

El concepto de empresa también se puede analizar bajo otros enfoques u otros puntos de vista. Es así que, la empresa cumple con una función de decisión y financiera, y por ello se la puede definir como

“unidad de decisión consistente en una sucesión a lo largo del tiempo de proyectos de inversión y financiación que supone un riesgo y una incertidumbre determinada” (Sanchis & Ribeiro Soriano, 1999:5). Una vez catalogado el concepto de empresa, se puede analizar a las pequeñas y medianas empresas.

A nivel general, las pequeñas y medianas empresas se llegan a determinar considerando las diversas características en que las empresas se desenvuelvan, es por ello que cada país determina a este grupo de empresas de diferente manera. Factores geográficos, económicos, políticos y sociales influyen en la determinación de una pequeña o mediana empresa, teniendo una diversidad amplia en esta categorización. Las pequeñas y medianas empresas, a lo largo de la historia han presentado problemas en cuanto al acceso de financiamiento, aun considerando que dichas empresas proporcionan crecimiento y desarrollo económico (Cleri, 2007).

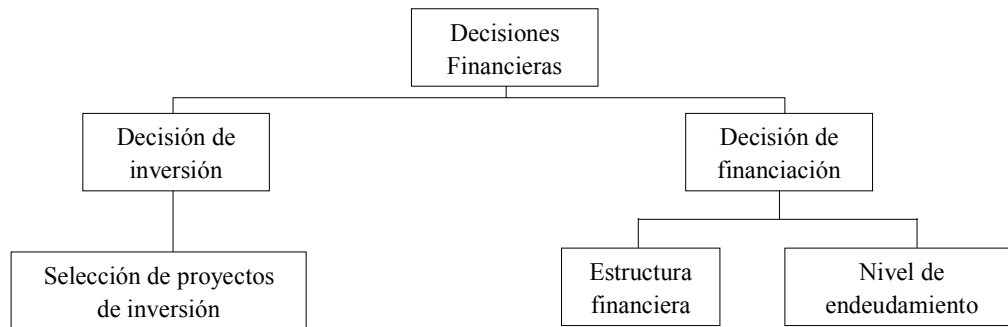
Según Audretsch et al.(2002), el valor con el que contribuyen las pequeñas y medianas empresas a una economía tanto nacional como internacional es significativa, y muchas de las pequeñas empresas que se van creando, serán las líderes del mercado del mañana; por lo tanto, el establecimiento de los diferentes mercados del sistema financiero deben estar en pro del desarrollo de las empresas en crecimiento ya que estas a su vez, son fundamentales para el crecimiento saludable de los mercados, principalmente de los mercados de capitales.

No obstante, Benavente, Galetovic, & Sanhueza (2005) argumentan que han sido varios los estudios donde se menciona que las pequeñas y medianas empresas necesitan un mercado, específicamente una bolsa para levantar capital y que por medio de esta se diversifiquen los riesgos y se obtenga un financiamiento barato, olvidando que estas propuestas dejan a un lado el hecho de que estas empresas son pequeñas y dada su estructura y características no podrán tener un financiamiento adecuado en el mercado de valores. Por ello Benavente, Galetovic, y Sanhueza (2005), expresan en su estudio que el mercado de valores debe tener un trato especial hacia las pequeñas y medianas empresas que deseen financiarse por este mercado.

## ***Decisiones Financieras de las Empresas***

Las empresas tienen la posibilidad de decidir para financiarse con recursos propios o recursos ajenos, esta decisión establece la estructura financiera empresarial y el nivel de endeudamiento. De ello se puede llegar a comprender el análisis de las operaciones realizadas en el mercado de capitales y las diferentes alternativas disponibles para el financiamiento de las empresas grandes, medianas o pequeñas, en los distintos plazos y considerando que las empresas buscan maximizar su valor. Por ello, las empresas comúnmente se enfrentan a tomar una decisión entre dos opciones: la primera opción es la que busca determinar un equilibrio entre financiamiento propio o ajeno y la segunda opción es en cuanto al destino de los dividendos, si se reparte a los socios o se destina a seguir generando proyectos empresariales (Sanchis & Ribeiro Soriano, 1999:221). A continuación se representa de manera gráfica estas dos opciones para decidir el financiamiento de las empresas.

**Gráfico N° 3 Decisiones Financieras Empresariales**



Fuente: Creación y dirección de Pymes – Sanchis (1999)

Elaboración: Erick Castro

### ***Teoría sobre Sistemas Basados en Bancos y Sistemas Basados en Mercado de Capitales***

Las economías emergentes, por tradición se han basado en sistemas financieros basados en bancos, entre ellas las economías de América Latina y Asia oriental, dejando a un lado el sistema de mercado de capitales. En la última década a nivel regional, se han presentado diferentes reformas que han llevado a la liberalización financiera, donde la participación del Estado en el control de las tasas de interés, volumen y recepción del crédito se ha visto limitada. Esto ha beneficiado de algún modo el desarrollo del mercado de capitales pero no ha generado un impacto sustancial debido a que estos shocks externos positivos para el mercado, no han sido acompañados de reformas motivacionales a la participación en el mercado de capitales (Stallings, 2006).

La mayoría de países desarrollados, se sostienen en un sistema basado en bancos debido a que estos ofrecen una fuente de financiamiento totalmente viable, sin embargo, el modelo anglosajón lleva se contraponen a esta posición y se basa en un sistema de mercado de capitales estructuralmente fuerte, siendo este el único modelo económico singular entre las economías desarrolladas. A estas posiciones de pensamiento económico, se suma otra línea de pensamiento que menciona la importancia de tener un mercado de capitales a parte de un sistema bancario, debido a que estos espacios ofrecen una alternativa de financiamiento al mismo sistema bancario, produciendo una menor dependencia a los flujos de capital externos y a su vez, ofrece nuevos instrumentos de ahorro (Stallings, 2006).

Demirgüç-Kunt y Levine en un estudio basado en países en desarrollo se enfocan en ambos sistemas para identificar el rol principal que cumplen estos dentro de las economías. Sostienen que las normativas legales de los países deben ser por parte de los gobiernos y se tiene que concentrar en políticas que vayan en pro del buen funcionamiento bancario y del mercado de valores. A su vez complementan que a finales de los años noventa, economistas, representantes empresariales, funcionarios del gobierno e instituciones financieras a nivel de la región latinoamericana, reclamaban

un cambio en las estructuras de financiamiento en el que se promueva una mayor participación en el mercado de capitales (Demirgüç-Kunt & Levine , 2001).

El departamento de mercado de capitales del Fondo Monetario Internacional mencionó que los esfuerzos por desarrollar un mercado de valores nacional se ha visto motivado y apoyado por diferentes actores internacionales, todo con el fin de ofrecer una fuente alternativa de financiamiento y así, proteger contra las reversiones en los flujos de capital. Este nuevo interés en los mercados de capitales, ha dado origen a nuevos análisis que permiten solventar y robustecer las diferentes teorías sobre el funcionamiento de estos espacios de financiamiento (Hausler, 2003).

## ***Teoría de Modigliani – Miller***

Según (Modigliani & Miller, 1965), la estructura de capital de una empresa es fundamental para entender el desarrollo de la misma. El objeto de la teoría consta en maximizar las utilidades y minimizar el costo de la capitalización. A su vez, demostraron que en un mercado de capitales eficiente y en condiciones iguales, las empresas no se ven afectadas por la forma en la que estén financiadas, ya sea por emisión de acciones, deudas o cualquier tipo de política de dividendos. Esto se debe también a los supuestos planteados como la disminución del valor de la empresa por pérdidas del escudo fiscal, costos de transacción y asimetría de la información.

Para el inversor de una empresa, independientemente de su tamaño, tomar una decisión correcta que le permita satisfacer sus necesidades tiene mucho que ver con la estructura financiera empresarial. Ante ello Modigliani & Miller, proponen diferentes escenarios donde existe dos empresas, la primera “Empresa U” misma que no se encuentra apalancada<sup>5</sup> y se financia solamente por aportaciones de capital de los accionistas, mientras que la segunda “Empresa L” si tiene un nivel de apalancamiento y esta financiada con deuda y aporte da capital. El teorema menciona que el valor de ambas empresas es el mismo, teniendo así:

***1ª propuesta:***  $V_U = V_L$  donde:

$V_U$  = valor de empresa sin apalancamiento = precio de compra de todas las acciones empresariales.

$V_L$  = valor de empresa con apalancamiento = precio de compra de todas las acciones empresariales más la suma de todas sus deudas.

Si el inversor no tiene en claro en que empresas invertir, la decisión del mismo será indiferente entre dirigir sus recursos hacia la empresa *U* o hacia la empresa *L*. El teorema supone que el rendimiento en ambas empresas será el mismo, por lo que el precio de las acciones empresariales de la empresa *L* debe ser que el de las acciones de la empresa *U* menos la cantidad de dinero que el inversor *B* pidió prestado, mismo que coincide con el valor de la deuda de la empresa *L*. Para cumplir con ello, se asumen fuertes supuestos, en especial se considera que el coste de pedir prestado dinero por el

---

<sup>5</sup>Relación entre crédito y capital propio invertido en una operación financiera. A mayor crédito, mayor apalancamiento y menor inversión de capital propio.

inversor coincide con el de la empresa, lo que será verdadero si existe asimetría en la información dentro de los mercados y para con los agentes inversores.

*2<sup>da</sup> propuesta:*  $k_e = k_o + \frac{D}{E} (k_o - k_d)$  donde:

$k_e$  = tasa requerida de rendimiento por acciones.

$k_o$  = costo de capital medio ponderado (WACC).

$k_d$  = costo de la deuda.

$\frac{D}{E}$  = relación entre deuda y capital empresarial.

Un mayor nivel de ratio entre deuda – capital conlleva a un mayor rendimiento requerido sobre el capital propio empresarial, esto se debe a un mayor riesgo para los accionistas de una empresa que presenta deuda en sus estructura financiera. Modigliani & Miller advierten que estas proposiciones serán ciertas si se asumen los supuestos de que no existan impuestos, costos de transacción y que los individuos y empresas pueden pedir prestado a los mismos tipos de interés.

Las propuestas anteriormente expuestas por Modigliani & Miller forman el teorema en una base donde los impuestos son inexistentes por lo que los resultados obtenidos pueden ser irrelevantes debido a que en el mundo real muchas de las condiciones mencionadas no se cumplen. Sin embargo, el teorema puede brindar lineamientos sobre la estructura de capital y de esta forma se puede encontrar los factores determinantes para obtener el óptimo estructural del capital empresarial. A su vez, Modigliani & Miller desarrollan un teorema donde si se consideran los impuestos y es más asemejable a la realidad de muchas economías a nivel mundial.

Para este caso, la estructura de financiación de una empresa sí afecta al valor total de la misma. El valor empresarial se ve afectado por el hecho de que los intereses pagados por las deudas se consideran como un gasto a efectos del cálculo del impuesto sobre beneficios mientras que los dividendos obtenidos no son considerados como un gasto para el cálculo de impuesto debido a que son repartidos a cada uno de los accionistas de la empresa (Modigliani & Miller, 1965).

Para una mejor comprensión Modigliani & Miller plantean:

$V_L = V_U + T_C B$  donde:

$V_L$  = valor de una empresa apalancada.

$V_U$  = valor de una empresa sin apalancamiento.

$T_C B$  = el impuesto impositivo por el valor de la deuda.

Así mismo, la rentabilidad demandada por los accionistas está dada por:

$k_e = R_o + \frac{D}{A} * (R_o - k_t) * (1 - T_C)$  donde:

$k_e$  = tasa requerida de rendimiento sobre el capital propio o acciones.

$R_o$  = rentabilidad requerida por accionistas si no existieran deudas, es decir, si toda la empresa es financiada por acciones.

$\frac{D}{A}$  = razón entre deuda y capital propio.

$k_t$  = costo de la deuda.

$T_C$  = tipo impositivo.

Esta ecuación indica que el costo de capital propio o la rentabilidad demandada por los accionistas, aumenta a mayores niveles de apalancamiento debido a que se asume mayores niveles de riesgos. Los supuestos que se asumen son que las empresas son gravadas con impuestos impositivos en sus beneficios después de intereses; no hay costos de transacción; las empresas y particulares pueden obtener préstamos al mismo tipo de interés.

## ***Capítulo I: Caracterización del Mercado de Valores y Pequeñas y Medianas Empresas***

El presente capítulo tiene como objetivo brindar al lector la descripción necesaria de los principales elementos y componentes del trabajo de investigación, cual ha sido la evolución tanto del mercado de valores ecuatoriano desde sus antecedentes históricos hasta el contexto actual dentro del Ecuador. Para conocer su desarrollo, se presentan indicadores del mercado de valores como oferta pública por título de valor, número de emisores, número de casas de valores, etc. Además, se realiza el análisis con respecto a las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador. Para finalizar el capítulo, se realiza una breve descripción del marco legal del mercado de valores, analizando la línea histórica de la ley del mercado de valores y haciendo hincapié en los puntos sobresalientes que se alinean hacia las pequeñas y medianas empresas.

### ***Antecedentes históricos del Mercado de Valores***

Al hablar del mercado de valores, tanto historiadores como pensadores y académicos dedicados al estudio del tema, precisan que las investigaciones en cuanto a materia mercantil son tan remotas y antiguas casi como la humanidad misma, haciendo que la precisión en tiempo y espacio sobre el surgimiento del mercado de valores tenga un margen de error considerable. No obstante, es preciso mencionar que el hombre, para satisfacer sus diferentes necesidades buscó la manera de conseguir los productos necesarios para su subsistencia, por ello, una vez que las comunidades se originaron, la primera forma de intercambio fue la permuta<sup>6</sup>, seguida del trueque, dando de este modo el primer paso para la posterior formalización de este espacio.

En la época Mesolítico (edad media), se da el preámbulo al intercambio comercial, pues este periodo de tiempo se caracterizó por el continuo abandono de la depredación y el surgimiento de la economía de producción. Se realizaba el intercambio de vidrios volcánicos como la obsidiana, piedras preciosas como el ámbar y otros tipos de metales. Pero lo que en realidad formalizaría el intercambio de productos es el dinero, entendido como medida de valor y medio de cambio.

Además, cabe recalcar que el dinero tiene su rol y papel de importancia en la formación de los mercados. Datos históricos mencionan que en China se usaban como monedas la plata y el oro hacia aproximadamente 3000 años atrás. Según Heródoto (Historias 1.94) los primeros indicios de circulación de la moneda se dieron en el siglo VI antes de Cristo en Lidia, ya que ellos fueron los primeros en acuñar el oro y la plata. Entonces, el uso de la moneda ayudó para que el comercio se desarrollara y además hizo que se pudiera dar la acumulación de capital, y por último dio la apertura a que los comerciantes profesionales se formalizaran como intermediarios entre productores y consumidores de los diferentes bienes y servicios que se intercambiaban entre distintos continentes y zonas de un mismo territorio (Cevallos Vasquez, 1997: 18)

---

<sup>6</sup>Intercambio de una cosa por otra sin mediación de dinero, salvo excepciones.

## ***a) Formas de organización y reunión de comerciantes***

La formalización de los comerciantes tuvo una gran importancia en el desarrollo de los espacios para que se dé el correcto intercambio de productos, pues ellos son el precedente de la estructura como tal de lo que en la actualidad se conoce como mercado. Para ello se expone a continuación las siguientes estructuras de comerciantes:

- *Comerciantes en los burgos:* se denomina de esta manera debido a que su actividad se desarrollaba en recintos protegidos donde la producción y los bienes de los habitantes se podían guardar. Existían comerciantes que dejaban sus lugares de origen para vender productos con el fin de satisfacer la hambruna. Muchos de ellos viajaban armados para cubrirse de cualquier peligro.
  
- *Comerciantes de ciudades:* personas que dirigían la venta de sus productos (comúnmente de lujo) hacia los señores feudales. Este tipo de comerciantes influyó en la caída de este régimen feudal debido a que estimulaban el gasto haciendo que entre ellos compitan por la prevalencia de su hegemonía, enajenando su poderío y jurisdicción.
  
- *Comerciantes unidos en forma de corporaciones:* se las conocía en la Época Medieval como colegios, universidades, fraternidades, o hansas. Tenían sus propios estatutos e influenciaron en el desarrollo de instituciones mercantiles.
  
- *Comerciantes y las ferias:* las ferias eran un elemento para que se diera el comercio de mercancías y monedas. En primera instancia, tenían el carácter de religiosas, pues se conmemoraba a santos, después únicamente funcionaban para que se pueda dar el intercambio de productos y en una última instancia funcionaron bajo una estructura financiera ya que se intercambiaban monedas de todo el continente europeo. A estas se las denominó ferias cambiarias. Las principales y más mencionadas ferias a lo largo de la historia fueron las de Ginebra, Constantinopla, Tesolámica, Champaña y Troyes, entre otras.

## ***b) Las Lonjas***

Con la formalización de los comerciantes, principalmente en el continente europeo, se necesitaba la creación de lugares específicos donde ellos se reunieran para realizar su actividad, por este motivo surgió este espacio denominado las lonjas donde comerciantes y corredores negociaban transacciones de títulos representativos de valores en estos lugares determinados. En Europa se instauraron las más importantes lonjas como la Lonja de Barcelona (1339), donde gracias a estos lugares la actividad del corretaje de títulos de valores tomó seriedad y gran acogida como una forma de financiamiento. Entre

los principales títulos de valor negociados se encontraban las acciones de sociedades anónimas. (Cevallos, 1997: 23).

### ***c) Formalización del Mercado de Valores***

Su nacimiento data en el siglo XII en Francia, a raíz del nacimiento de los mercaderes, bancos y comunidades agrícolas, donde existían los corredores que tenían como labor el manejo de la gestión y regulación de las deudas entre comunidades agrícolas y los bancos. En realidad, podría decirse que el mercado de valores tiene su surgimiento a raíz de que los antiguos mercaderes tomaban algún lugar céntrico con el fin de comprar y vender productos primarios. Con el pasar de los años, los objetos que se intercambiaban eran más amplios y de mayor complejidad, llegando así a intercambiar bienes sofisticados y complejos denominados “valores representativos” de derecho económico con carácter patrimonial o crediticio (Bolsa de Valores de Quito, 2017)

En el siglo XIX, los principales estudios se rigen en el manejo de capital, uno de los principales dinamizadores del mercado de valores. Con la formalización del estudio del capital (Marx, 1959) el mercado de valores se ve a su vez formalizado. Este desarrollo del mercado de valores, ha sido gracias al acompañamiento de la integración financiera entre naciones. Los flujos internacionales de capitales fueron tomando forma de bonos, acciones y demás instrumentos del mercado de capitales. (1880 – 1914).

La situación a nivel mundial va dando un giro a raíz de la necesidad de mayor capital para realizar diferentes actividades económicas y con el aumento de participantes en las operaciones de corretaje de valores, las bolsas de valores se van conformando como la Bolsa de Valores de Amberes en Bélgica (1460), Amsterdam (1602) y demás espacios a nivel mundial. Entonces es ahí en donde se vincula el capital, como fluido financiero del mercado de valores, participantes y actores económicos y un espacio que permite el financiamiento de pequeños, grandes y medianos entes económicos. Las ventajas que el mercado de valores trae consigo son evidentes, pues canaliza el ahorro, brinda seguridad a inversionistas y sobretodo, puede seguir ofreciendo rendimientos aun en tiempos económicamente recesivos (Bolsa de Valores de Quito, 2017).

### ***El Mercado de Valores en Ecuador***

Ecuador se ha caracterizado desde siglos atrás por la explotación de sus recursos naturales debido a la riqueza natural del territorio. Gracias a la venta del petróleo, Ecuador en la década de los setenta, generó ingresos de divisas internacionales lo que consecuentemente generó mayor ingreso al gobierno central. En estos años, Ecuador tuvo un aumento del 56 por ciento en la participación del petróleo en las exportaciones totales. Este auge petrolero permitió que Ecuador impulse su economía en un ritmo nunca antes visto, teniendo un crecimiento del PIB en más de siete por ciento anual, y la formación de capital en un promedio de 21,2% en relación del PIB (Acosta, 2006).

Este crecimiento económico no solamente se atribuye a la explotación de los recursos naturales y a la venta del petróleo, sino también a la política de fomento adoptada por el Gobierno la cual tenía como objetivo desarrollar la industria y fortalecer el sector privado. Esta política general que implementó el Gobierno estuvo constituida por tres elementos principales:

- Conformar una infraestructura institucional para promocionar y asistir técnicamente a las actividades industriales.
- Concesión de estímulos tributarios que vayan a favor de las empresas industriales y la adopción de medidas proteccionistas.
- Conceder créditos a corto, mediano y largo plazo para las empresas a través de las instituciones financieras del sector público.

Además, hay que destacar que el crecimiento del PIB se produjo por el aumento en la participación relativa de los activos de las entidades financieras privadas, cuya relación con el PIB aumento de un promedio de 29 por ciento en el periodo de 1970 – 1971 a un promedio de 43 por ciento en el periodo 1979 – 1980. Esto evidencia que el sector privado fue una pieza fundamental para el crecimiento y dinamismo económico del país. Cabe recalcar que la actividad crediticia por parte de las entidades financieras privadas estuvo dirigida al corto plazo. Las necesidades de crédito a mediano y largo plazo, fueron satisfechas en gran parte por las instituciones financieras del sector público, que en muchos casos las tasas de interés implementadas fueron subsidiadas (Borja Cornejo, 2004)

Así mismo, las instituciones financieras del sector público tuvieron que enfrentar problemas para poder solventar la necesidad de financiamiento de las empresas en el mediano y largo plazo, debido a que el deterioro en las finanzas fiscales no pudo mantener el nivel de inyección constante de recursos para poder seguir otorgando créditos. Además, las instituciones financieras del sector público que canalizaron un volumen de recursos considerable hacia las empresas, en cierto momento tuvieron que afrontar la pérdida de recursos de capital por el efecto de la inflación vivida en esos instantes. En ese momento es donde el mercado de valores comienza a tener un mayor protagonismo pues tanto las empresas del sector privado como del sector público buscaron en este espacio una solución para enfrentar sus problemas de financiamiento (Acosta, 2006).

## ***Formalización del Mercado de Valores Ecuatoriano***

El punto de partida para hablar del mercado de valores ecuatoriano está ligado la historia de la Bolsa de Comercio como institución jurídica, donde dentro del Código de Comercio de 1906 constan sus disposiciones. Esta normativa legal, no tuvo la consistencia necesaria para impulsar el desarrollo del mercado de valores (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017).

En 1935, se estableció en Guayaquil la primera Bolsa de Valores y Productos del Ecuador, la misma que no tuvo la trascendencia esperada pues apenas existió un año (de mayo de 1935 a junio de 1936). Esta bolsa de valores y productos no se mantuvo en el tiempo debido a que la población en general no conocía de este medio de financiamiento; la poca propensión al ahorro; la poca existencia de oferta de

títulos valores; la poca evolución industrial del país; y la inestabilidad política que se presentaba en esas épocas (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017)

Para 1965, se crea una institución que se dedica a conceder créditos y a fomentar el desarrollo industrial. Dicha institución fue la Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional. A su vez, entre las misiones que tenía a cargo, una de las más importantes fue la de crear las bolsas de valores a nivel nacional. A través de un mandato legal, se pudo llegar a la creación de las bolsas de valores en el Ecuador. Consecuentemente, en 1969 la Comisión Legislativa Permanente, ratificó y facultó la decisión presidencial donde se decretó el establecimiento de las bolsas de valores, que tendrían la figura de compañías anónimas y se instalarían en Quito y Guayaquil, las mismas que se desempeñarían bajo las normas de la Ley de Compañías (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017).

En Ecuador, las bolsas de valores son parte del Sistema de Intermediación, y estas instituciones, cumplen un papel fundamental dentro del mercado de valores. Además de las bolsas de valores, los agentes de bolsa y los puestos de bolsa, han actuado también como intermediarios financieros. Para 1970, ya se establecieron formalmente las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil. Al actuar como sociedades anónimas, tienen un determinado número de accionistas y un capital suscrito (Cevallos, 1997).

En mayo de 1993, se expide la primera Ley de Mercado de Valores, donde el aporte principal de esta ley fue la creación y constitución de las casas de valores (las mismas que sustituyeron a los denominados agentes de bolsa), administradoras de fondos, depósitos centralizados de valores y aportó en la transición de las bolsas de valores de compañías anónimas a corporaciones civiles sin fines de lucro. Sin embargo, en 1998 se reforma a la ley establecida por la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017).

## ***Pymes en el Ecuador***

El nacimiento de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador, se remonta a mediados del siglo XX, a raíz de que se establece el modelo por sustitución de importaciones. A su vez, para analizar el surgimiento de las pequeñas y medianas empresas, también se debe realizar la descripción de la economía ecuatoriana en el que se han desarrollado estas unidades de producción. Los periodos que han marcado un punto de inflexión para las pequeñas y medianas empresas son el periodo agroexportador, periodo de industrialización sustitutiva de importaciones y periodo neoliberal y dolarización (Uquillas, 2008).

Dentro del periodo agroexportador, la delimitación territorial marcaba dos grupos de poder en la región Costa y Sierra. En la región costera, se destacaban los hacendados, productores y exportadores de cacao donde gran porcentaje de la capacidad industrial del país se concentraba aquí; y por otro lado en la región andina, los terratenientes eran los encargados de producir mediante el sistema de

hacienda, destinando su producción al consumo interno. La actividad que destacaba era la manufacturera y otros pocos incursionaban en mercados internacionales. Otros grupos de producción que destacaron en este periodo fueron los artesanos, aprendices, obreros, campesinos y empresas de servicio público (Uquillas, 2008).

En el periodo de industrialización sustitutiva de importaciones comprendido entre los años de 1948 a 1965 se destacó por el auge en la exportación del banano, lo que causó el ingreso de divisas que permitió financiar el modelo planteado, mismo que buscaba suprimir las importaciones de bienes de consumo intermedio, dejar a un lado el modelo agroexportador y generar un mayor nivel de empleo y valor agregado en los productos ofertados (Acosta, 2006).

Con este modelo lo que se buscaba es expandir la industria y tenerla como eje dinamizador de la economía interna, por ello las políticas que se adoptaron en pro de la protección empresarial interna y el fomento a las pequeñas industrias. Esta se caracterizó por ser estable y próspero y los principales logros obtenidos fueron la modernización de las ciudades, mayor acceso y cobertura de los servicios básicos y en general, se mejoró la calidad de vida de la sociedad (Acosta, 2006).

Lo importante de este periodo es que para los años 50 y 60, se establecen las pequeñas y medianas empresas con estructura cerrada y de origen familiar. Las principales actividades a las que se dedicaron estas empresas fueron a textil y confecciones, papel e imprenta, minerales, cuero y calzado debido a que en estas actividades existía mayor posibilidad de establecer talleres pequeños (Ministerio de Industrias y Productividad, 2002).

Sin embargo, las políticas de proteccionismo generaron un colateral negativo en el sector empresarial, ya que las empresas se volvieron poco competitivas y el mercado poco desarrollado. Esto provocó que nuevamente las exportaciones de productos primarios tome fuerza y que el sector industrial y empresarial no se desarrolle causando una oferta casi nula de productos con valor agregado hacia el mercado internacional (Uquillas, 2008).

En los años 80, el periodo de auge en Ecuador se ve interrumpido por inconvenientes como el incumplimiento en el pago de la deuda externa, declarando al país en mora; se evidenció una balanza de pagos negativa, es decir, los gastos generados por el país eran mayores a los ingresos generados; existió déficit presupuestario; caída de la Reserva Monetaria Internacional. A parte de estos problemas económicos, se evidenciaron otros problemas internos políticos lo que complementó para que el país viviera una recesión económica, deteriorando la calidad de vida obtenida en años anteriores.

El último periodo que influenció en el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas fue la dolarización considerado como neoliberal por muchos economistas. El periodo de recesión económica en los ochenta llevó a la reestructuración de la política económica y a cambiar el modelo de desarrollo que se llevaba hasta ese momento. Los Programas de Ajuste Estructural dieron inicio al cambio de modelo y fueron ejecutados con la intención de volver al equilibrio económico (Uquillas, 2008).

Este ajuste en la estructura de desarrollo, tenía como objetivo el dar paso a un mayor protagonismo del sector empresarial para que los mercados se dinamicen y que el rol del Estado se vea reducido. Con ello los empresarios se preocuparían por mejorar la productividad y para ello las principales reformas que se establecieron fueron el dejar al mercado como el principal actor para fijar tasas de interés y cambio y los precios; se buscó atraer la inversión extranjera para tener mayor negociación en los mercados internacionales; para mejorar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, se buscó devaluar la moneda y así solventar los problemas en el manejo de tipo de cambio sobrevaluado y los altos aranceles que afectaban el comercio exterior; en el aspecto salarial, también se dieron ajustes debido a que el aumento de los mismos causaba inflación por el hecho de que la productividad del trabajo no estaba relacionada con estos aumentos.

Todos estos hechos y medidas tomadas, fueron trascendentales para las pequeñas y medianas empresas porque a raíz de ello estas tomaron mayor preocupación para mantenerse estables y activas, buscando conseguir niveles de ingresos altos y condiciones de trabajo estables. Todo este proceso significaría un nuevo reto para las pequeñas y medianas empresas pues deben enfrentarse a mercados más competitivos, innovar en los productos ofrecidos, brindado al consumidor un producto de calidad y a precios bajos y adaptarse a los constantes cambios que el mercado exige.

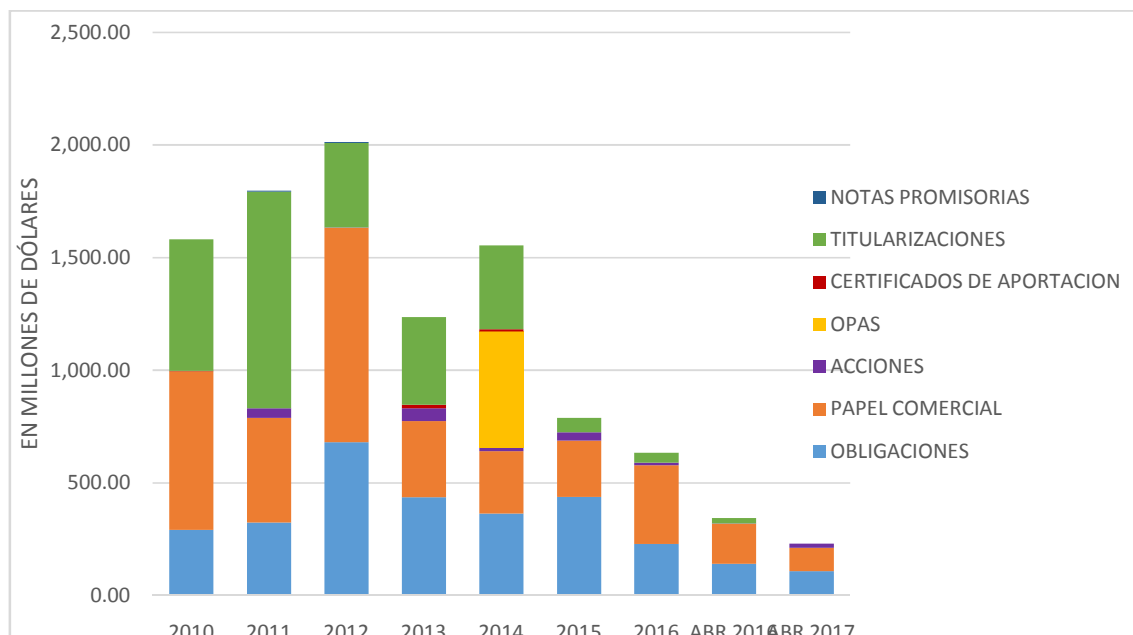
### ***Análisis del Mercado de Valores Ecuatoriano en el contexto actual***

Después de haber analizado la historia, el surgimiento y como ha ido evolucionando el mercado de valores en Ecuador, es necesario contextualizar al mercado de valores en la actualidad, para ello se desarrolla el análisis del comportamiento del mercado en los últimos años.

El gráfico número 4, muestra la evolución total de la oferta pública autorizada, dividida por el tipo de instrumento. Desde el año 2010, hasta diciembre de 2016, el instrumento más ofertado fue el papel comercial con un promedio de 402,03 millones de dólares, seguido de obligaciones con un promedio de 334,84 millones de dólares y titularizaciones con un promedio de 312,48 millones de dólares. Se atribuye la preferencia en la oferta de papel comercial debido a las características del mismo. Este es de corto plazo, pero la estrategia de uso empresarial muestra un despliegue para conseguir financiamiento a largo plazo. Además tiene la característica de ser revolvente, es decir, puede ser dispuesto y cubierto en varias ocasiones.

No obstante, la variación porcentual desde diciembre 2010 a diciembre 2016 es de -59,90% lo que significa que la oferta de títulos como obligaciones, papel comercial, acciones, etc., no ha evolucionado. Cabe recalcar que para muchas de las empresas no concuerdan con los requisitos necesarios para acceder a oferta pública, ya que en el prospecto de oferta es necesaria la información de la empresa, y esto en muchas ocasiones es motivo para generar mayor competencia entre empresas dedicadas a las mismas actividades.

**Gráfico N° 4 Evolución Total de Oferta Pública por Título Valor**



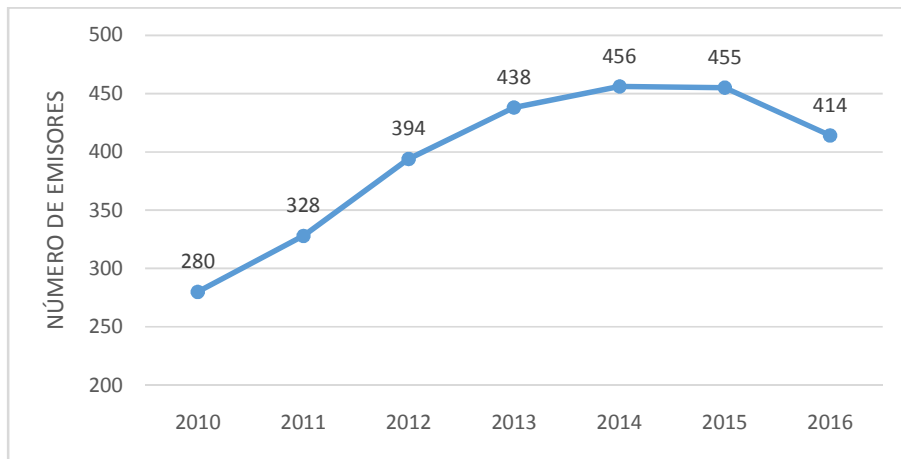
Fuente: Superintendencia de Valores y Compañías (2017)

Elaboración: Erick Castro

Continuando con el análisis, el siguiente gráfico permite observar el número de emisores dentro del mercado de valores. La tendencia de emisores ha sido creciente pasando de 280 emisores en 2010 a 456 en 2014. En el año 2015 y 2016 el número de emisores decrece debido al contexto económico de recesión que se vive a nivel mundial, reduciendo en un número mínimo de 42 emisores. La variación porcentual desde 2010 a 2016 es de 47,86%, lo que significa que ha existido mayor tendencia por parte de las empresas públicas y privadas a participar dentro del mercado de valores ecuatoriano.

Cabe recalcar que, en la ciudad de Guayaquil, ha predominado el número de emisores. Desde el año 2008 Guayaquil supera en emisores a la ciudad de Quito y Cuenca con un número de 108 emisores. Para 2016, aún sigue en predominio esta ciudad, esto se debe a las características de la zona. En ella se realizan mayores actividades de comercio y se considera a su vez que los empresarios, han adquirido mayor conocimiento en cuanto al uso del mercado de valores para obtener financiamiento y mayor rendimiento en las diversas negociaciones efectuadas dentro de este espacio.

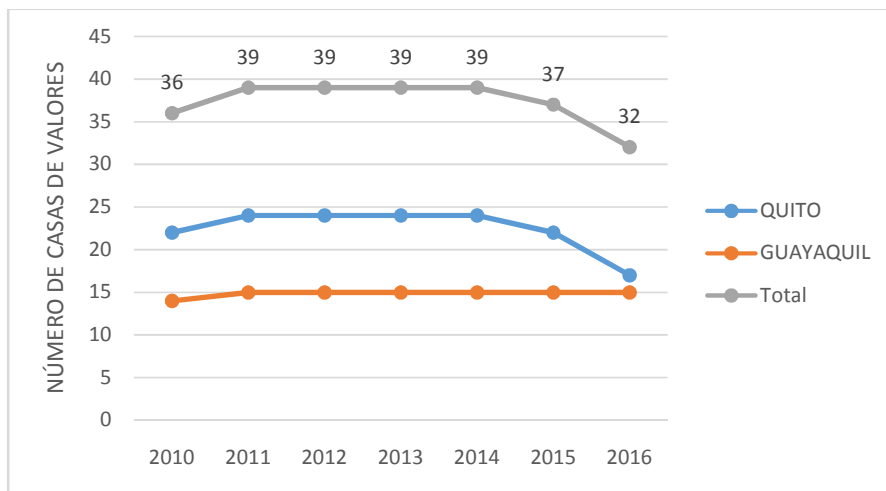
**Gráfico N° 5 Número de Emisores**



Fuente: Superintendencia de Valores y Compañías (2017)  
Elaboración: Erick Castro

Consecuentemente con el número de emisores, es pertinente el análisis del número de casas de valores en el mercado de valores ecuatoriano. De 2010 a 2011 se pasó de 36 casas de valores a 39 casas de valores inscritas en el catastro público. Desde el año 2011 al 2014 la tendencia fue constante manteniendo 39 casas de valores. Para 2015 y 2016 disminuyeron las casas de valores debido al contexto económico de recesión. En cuanto a la desagregación por ciudades, en Quito han existido más casas de valores que en Guayaquil.

**Gráfico N° 6 Número de Casas de Valores**

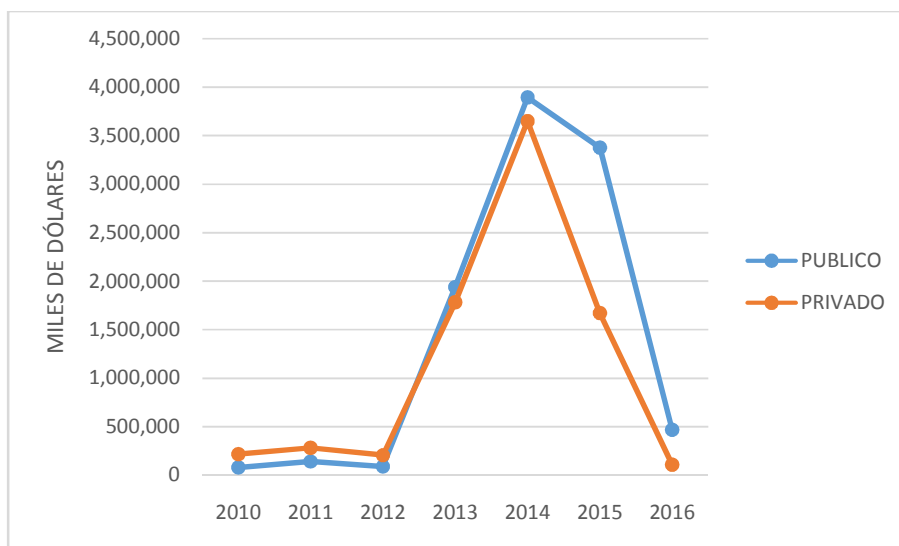


Fuente: Superintendencia de Valores y Compañías (2017)  
Elaboración: Erick Castro

Por otra parte, las negociaciones en el mercado de valores ecuatoriano han sido considerablemente cambiante. De 2010 a 2012 las negociaciones tanto en el sector público como en el sector privado las negociaciones no superaron los 300 miles de dólares. Sin embargo, de 2012 a 2014 existió un importante crecimiento en ambos sectores. El sector privado pasó de los 205.880 miles de dólares en 2012 a 3.650.888 miles de dólares en 2014 negociados en el mercado bursátil. El sector público pasó de 90.552 miles de dólares en 2012 a 3.893.600 miles de dólares en 2014 negociados en el mercado bursátil.

De 2014 a 2016 las negociaciones han descendido de manera considerable en el sector privado y público pasando a 107.835 y 468.525 miles de dólares respectivamente. De 2010 a 2012, el sector privado tuvo mayor incidencia en las negociaciones bursátiles pues supera en monto al sector público. No obstante, el sector público toma ventaja desde 2012.

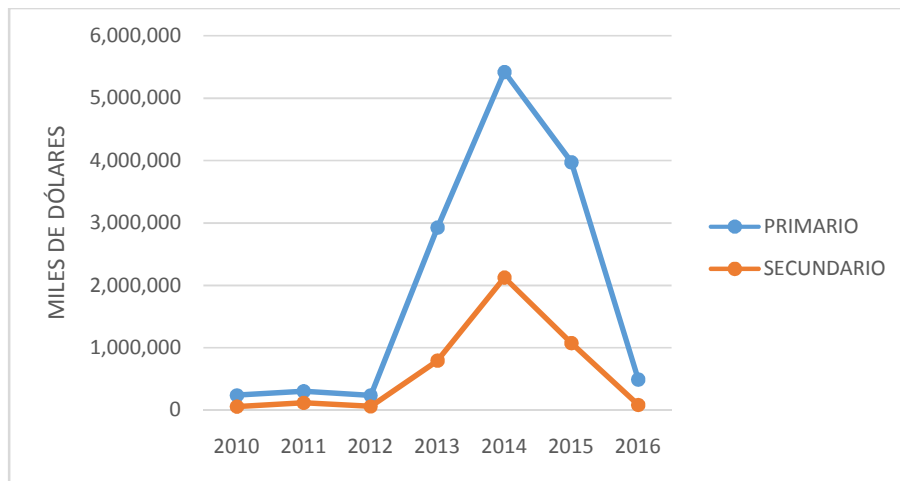
**Gráfico N° 7 Monto de Negociación Bursátil por Sector**



Fuente: Superintendencia de Valores y Compañías (2017)  
 Elaboración: Erick Castro

Por otro lado, las negociaciones por tipo de mercado muestran una tendencia constante entre los años 2010 y 2012. Sin embargo, en 2012 las negociaciones muestran una tendencia altamente creciente llegando a 2014 a su mayor punto. Cabe destacar que las negociaciones en el mercado primario han superado ampliamente a las negociaciones del mercado secundario. Para 2016 el monto negociado en el mercado primario fue de 491.644 millones de dólares y en el mercado secundario fue de 84.716 millones de dólares.

**Gráfico N° 8 Monto de Negociación Bursátil por Tipo de Mercado**

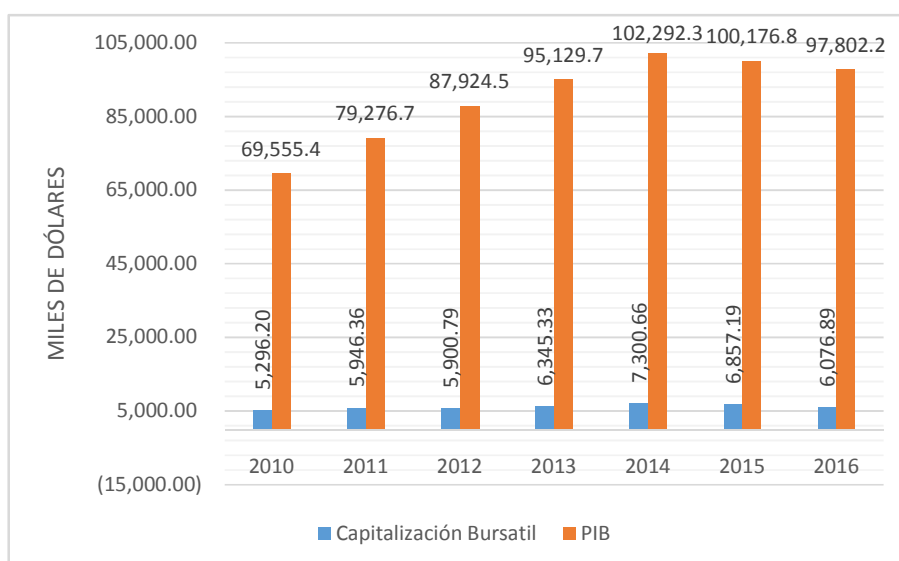


Fuente: Superintendencia de Valores y Compañías (2017)

Elaboración: Erick Castro

El indicador de capitalización bursátil nos permite observar la representación del mercado de valores dentro de la economía ecuatoriana. Como se observa en el gráfico, la capitalización bursátil en Ecuador, con respecto al PIB no ha tenido una representación significativa, teniendo de este modo un mercado poco desarrollado. La variación porcentual en el crecimiento de la capitalización bursátil del 2010 al 2016 es de 12,85%, mientras que la participación de la capitalización bursátil con respecto al PIB es del 16,09% para 2016. No obstante, es importante destacar que la capitalización bursátil ha tenido una tendencia creciente debido al aumento de emisores y el aumento en la circulación de acciones.

**Gráfico N° 9 Capitalización Bursátil vs PIB**



Fuente: Superintendencia de Valores y Compañías (2017)  
Elaboración: Erick Castro

Las compañías que pertenecen al sector mercantil, que son las más influyentes en el mercado de valores ecuatoriano, para el 2016, se presentan a continuación:

**Tabla N° 2 Compañías Pertenecientes al Sector Mercantil 2016**

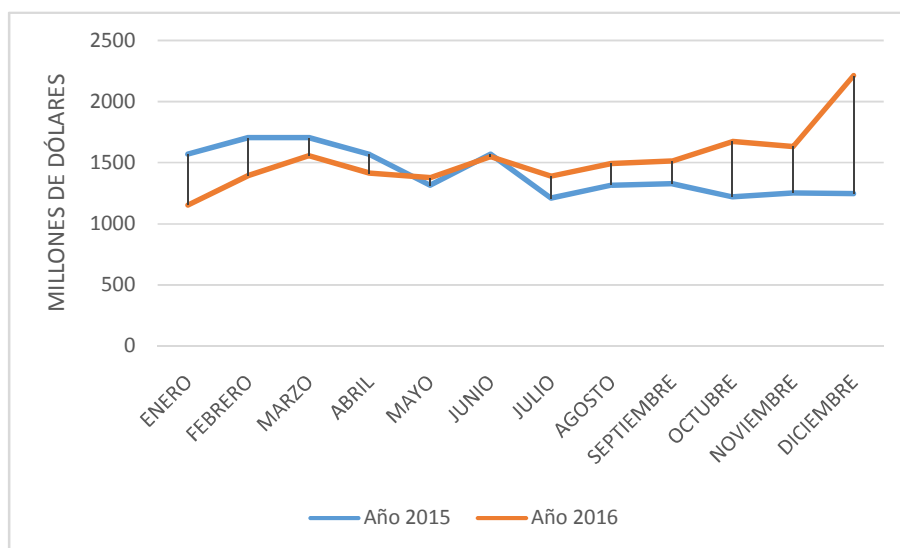
<b>Emisor</b>	<b>Valor de Capitalización</b>
Holcim Ecuador S.A.	1.398.648.912
Compañía De Cervezas Nacionales S.A.	1.363.375.286
Corporacion Favorita S.A.	1.160.000.000
Sociedad Agricola E Industrial San Carlos S.A.	149.500.000
Surpapelcorp S.A.	109.127.250
Cristaleria Del Ecuador Cridesa S.A.	107.100.000
Inversancarlos S.A.	63.250.000
Continental Tire Andina	61.005.106
Conclunto Clinico Conclina S.A.	41.277.792
Rio Grande Forestal (Riverforest)	6.110.000

Fuente: Superintendencia de Valores y Compañías (2017)  
Elaboración: Erick Castro

La lista presentada, comprende a las diez empresas que se encargan de dinamizar el mercado de valores por el volumen de capitalización bursátil que presentan. Estas empresas se han mantenido en la hegemonía del mercado de valores ecuatoriano desde la consolidación del mismo. Esto se debe a que son empresas fuertemente constituidas y sus niveles de ingresos son altos y estables. Por esta razón, tienen una amplia participación en este espacio. De igual manera, entre las instituciones financieras que tienen mayor participación en el mercado de valores se encuentran Banco Pichincha, Banco de Guayaquil, Produbanco (Superintendencia de Valores y Compañías, 2017).

Ante lo evidenciado, se puede resumir que el mercado de valores se ha ido desarrollando continuamente y las cifras han sido positivas, demostrando que la cultura empresarial ecuatoriana puede encontrar e incursionar en formas alternativas de financiamiento. No obstante, el sistema financiero bancario sigue siendo el de mayor atracción para las empresas y personas al momento de requerir financiamiento para los diferentes proyectos. A continuación se muestra la evolución del volumen de crédito mensual de la banca privada:

**Gráfico N° 10 Volumen de Crédito Mensual Banca Privada**



Fuente: Asociación de Bancos Privados del Ecuador (2017)

Elaboración: Erick Castro

Como se ve gráficamente, se ha presentado un crecimiento importante en el monto de crédito asignado por parte de la banca privada, y de mayor volumen en comparación al mercado de valores, lo que hace a este sistema bancario el de primer uso para las empresas y personas. Según Levine(2002), en una economía que está en etapas de desarrollo y con entornos institucionales débiles, el sistema de financiamiento bancario es más efectivo que un sistema basado en mercados de valores. No obstante, un sistema de financiamiento basado en mercado de valores, proporciona servicios claves que estimulan el crecimiento y la innovación a largo plazo. A todo ello se debe sumar un sistema legal que facilite y delimite el proceder de los actores, de este modo se garantizará un desarrollo financiero eficiente.

### ***Descripción estructural de la normativa del mercado de valores ecuatoriano***

El 28 de mayo de 1993 se expidió la primera Ley de Mercado de Valores. Esta ley aportó con varios lineamientos, entre los principales la constitución de las casas de valores (a cambio de los denominados agentes de bolsa), la creación y conformación de las administradoras de fondos, la conformación de los depósitos centralizados de valores y una de las más importante, el cambio de las bolsas de valores de compañías anónimas a corporaciones civiles sin fines de lucro (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017).

En julio de 1998, se expide una nueva Ley de Mercado de Valores derogando a la ley de 1993. Según la nueva ley del 98, la institución principal, encargada de establecer la política general del mercado de valores y la regulación de su actividad es el Consejo Nacional de Valores, regida bajo la presidencia del Superintendente de compañías, y conformado por cuatro miembros del sector público y tres del sector privado.

En el año 2009, autoridades del gobierno ecuatoriano elaboraron una primera versión para proponer cambios a la ley de mercado de valores, debido a que los participantes de este mercado cuestionaban los fines directos de la dicha ley, entre las que destacan el conflicto de intereses, principalmente bancarios, la carencia de los principales estándares internacionales, y la falta de promulgación hacia un buen régimen corporativo (Rosero, 2010).

Según el Consejo Nacional de Valores (2010), en su versión sobre el proyecto de ley de mercado de valores establece:

Principios: protección de la fe pública y del inversionista; transparencia e información simétrica, clara, veraz, completa y oportuna; cumplimiento de estándares internacionales de acuerdo a disposiciones emitidas por el órgano regulador; respeto y fortalecimiento de la potestad normativa del regulador; supervisión normativa y de riesgo; libre competencia y tratamiento igualitario a los participantes del mercado. En la segunda versión no se incluyó este principio, más bien se planteó el de la promoción del desarrollo de los sectores productivos.

A su vez, hay que destacar otro aspecto importante que se tomó en cuenta dentro de esta propuesta de ley, el cual estaba dirigido hacia las pequeñas y medianas empresas, el mismo que textualmente mencionaba:

Se estipula la excepción de algunos requisitos para PYMES (calificación de riesgo y de auditoría externa). En la segunda versión se establece un tratamiento diferenciado a la emisión de microempresas, PYMES, entidades del sector público, inversionistas institucionales y emisores domiciliados en el exterior.

Es destacable que, en esta propuesta de ley, se quiera ampliar los beneficios hacia las pequeñas y medianas empresas, todo con el fin de motivar a los pequeños empresarios a participar en nuevas formas de financiamiento e inversión. Cabe recalcar que la ley aprobada en 2014, si contemplaba beneficios para las pymes dentro del Título X, Capítulo II “Registro Especial Bursátil”. Esta parte de ley explica que dentro del mercado de valores, deberá existir un segmento permanente donde se negocien solo valores de las pequeñas y medianas empresas, así como de las organizaciones de la economía popular y solidaria, con el objetivo de desarrollar el mercado, ampliar el número de emisores y de valores, siempre bajo la regulación de la Junta de Regulación del Mercado de Valores y la autorización respectiva de la Superintendencia de Compañías y Valores(Ley de mercado de valores, 2008).

## ***Capítulo II: Comparativa del financiamiento de las pequeñas y medianas empresas en el mercado de valores e instituciones financieras***

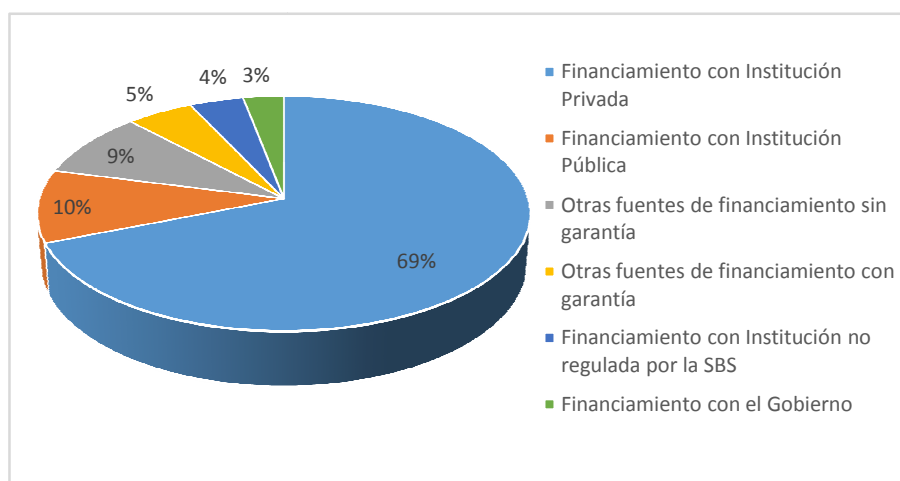
El presente capítulo tiene por objetivo brindar al lector dos escenarios distintos en cuanto al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas. En el primer escenario, se evidenciará la evolución que ha tenido este segmento de empresas en la obtención de financiamiento dentro de instituciones financieras. En el segundo escenario, se demostrará la evolución del financiamiento de las pequeñas y medianas empresas dentro del mercado de valores.

### ***Análisis y descripción del financiamiento de las pymes en la banca privada***

En Ecuador, los bancos que fueron los pioneros en la entrega de créditos hacia las pequeñas y medianas empresas fueron el Banco de Loja, Banco Nacional de Fomento y la Previsora. Estos bancos, desde años pasados, se han caracterizado por brindar créditos hacia los sectores que están en constante desarrollo económico. Estos créditos, al ser direccionados a estos sectores, tienen características especiales que los hacen de mayor alcance y facilidad para empresas que acceden a los mismos. Entre las características que destacan se tiene, el plazo, la tasa de interés y años de gracia. Por estas razones, una de las fuentes preferenciales de financiamiento que tienen las pequeñas y medianas empresas son los bancos.

Según los resultados obtenidos del Censo Nacional Económico 2010 del INEC, con actualización a 2016, el 69% de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador, preferían obtener financiamiento por medio de instituciones privadas, 10% prefieren obtener financiamiento en instituciones públicas y el 21% restante prefieren obtener financiamiento por medio de instituciones no reguladas por la SBS, por medio del Gobierno y por medio de otras fuentes de financiamiento con garantía y sin garantía.

**Gráfico N° 11 Fuentes de Financiamiento de preferencia para las PYMES**



Fuente: INEC, Censo Nacional Económico 2010 (Base Actualizada a 2016)  
Elaboración: Erick Castro

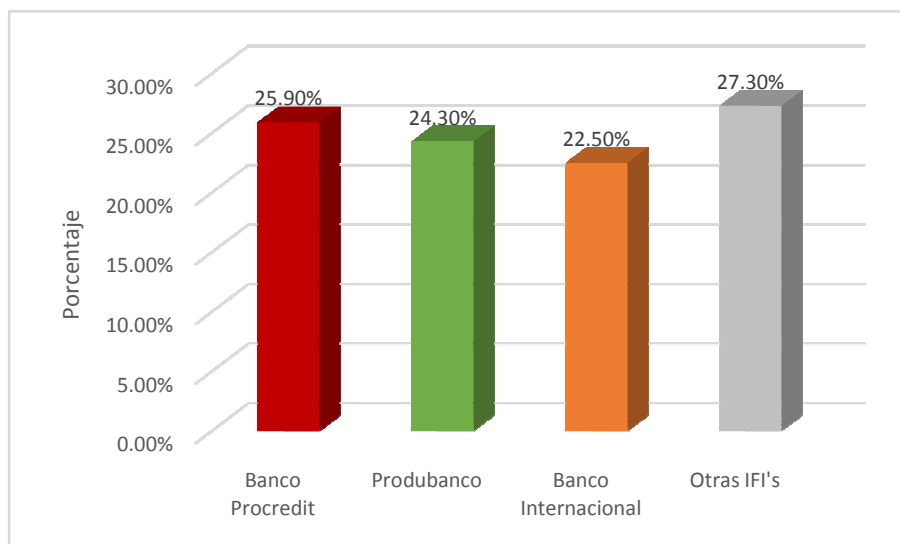
Según las cifras publicadas por el Banco Central del Ecuador en su reporte sobre la Evolución del Volumen de Crédito y Tasas de Interés del Sistema Financiero Nacional a diciembre de 2016, del total de crédito otorgado en dicho año, los segmentos correspondientes a pequeñas y medianas empresas Productivo Pymes y Comercial Prioritario Pymes dan un monto total de USD 8,4 millones y USD 116,0 millones (USD 124,4 millones). El *Crédito Productivo Pymes* se refiere a créditos dedicados al financiamiento de proyectos productivos, cuyo monto debe ser destinado a la adquisición de terrenos, compra de derechos de propiedad industrial, construcción de infraestructura, bienes de capital en al menos el 90%. Se exceptúa la adquisición de franquicias, marcas, pagos de regalías, licencias y la compra de vehículos de combustible fósil (Superintendencia de Bancos del Ecuador, 2015).

El tipo de *Crédito Comercial Prioritario Pymes* se otorga para adquirir bienes y servicios para actividades productivas y comerciales excluidas del tipo de crédito comercial ordinario. Dentro de este segmento se incluye las operaciones de financiamiento de vehículos pesados, así como el financiamiento para capital de trabajo y los créditos entre entidades financieras. Ambos tipos de crédito, se otorgan a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o a personas jurídicas, que registren ventas anuales superiores a USD 100,000.00 y hasta USD 1.000,000.00 (Superintendencia de Bancos del Ecuador, 2015).

#### *Crédito Productivo Pymes*

En este sentido, las instituciones privadas con mayor volumen de crédito del segmento productivo otorgado hacia las pequeñas y medianas empresas están el Banco Procredit con 25,9%, seguida de Produbanco con 24,3%, Banco Internacional con 22,5% y el 27,3% restante se reparte con demás instituciones financieras privadas (Banco Central del Ecuador, 2016).

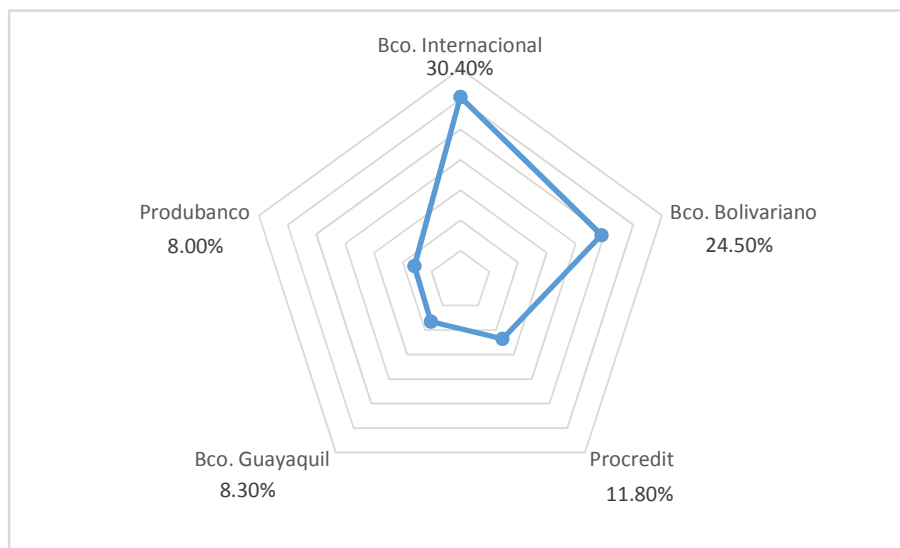
**Gráfico N° 12 Entidades Financieras Representativas en el Volumen de Crédito del Segmento Productivo Pymes 2016**



Fuente: Banco Central del Ecuador (2017)  
Elaboración: Erick Castro

Para diciembre de 2016 las entidades financieras representativas en cuanto a monto de operaciones activas (créditos) del segmento productivo Pymes se encuentran Banco Internacional con 30,4%, Banco Bolivariano con 24,5%, Banco Procredit con 11,8% Banco Guayaquil con 8,3%, Produbanco con 8,0% y el 17% restante corresponde a otras instituciones financieras privadas.

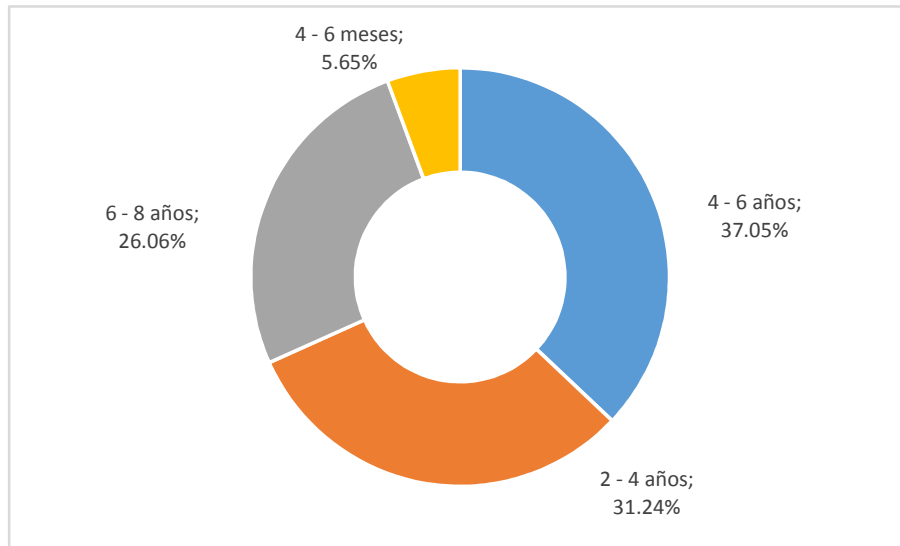
**Gráfico N° 13 Entidades Financieras Representativas en el Volumen de Crédito del Segmento Productivo Pymes 2016**



Fuente: Banco Central del Ecuador (2017)  
Elaboración: Erick Castro

Como bien se mencionó anteriormente, una de las características del crédito otorgado por parte de la banca pública y privada es el plazo. En este caso, en el año 2016, del total del volumen de crédito otorgado en el segmento productivo Pymes, el 37,05% fue estipulado con plazo de 4 a 6 años, el 31,24% con un plazo de 2 a 4 años, el 26,06% con un plazo de 6 a 8 años y apenas el 5,65% con un plazo de 4 a 6 meses.

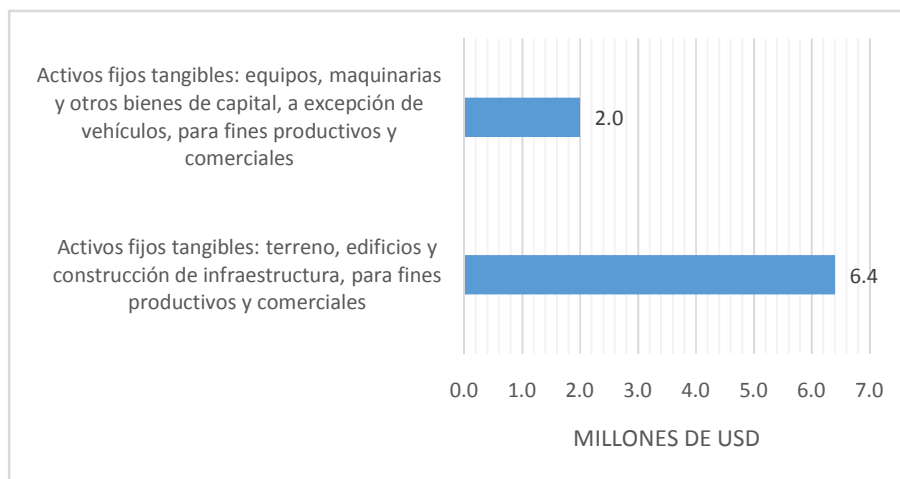
**Gráfico N° 14 Volumen de Crédito del Segmento Productivo Pymes por Plazo 2016**



Fuente: Banco Central del Ecuador (2017)  
Elaboración: Erick Castro

Del total del volumen de crédito del segmento productivo Pymes, USD 6,4 millones se destinaron al financiamiento de activos fijos tangibles: terreno, edificios y construcción de infraestructura, para fines productivos y comerciales, y USD 2,0 millones hacia el financiamiento de activos fijos tangibles: equipos, maquinarias y otros bienes de capital, a excepción de vehículos, para fines productivos y comerciales.

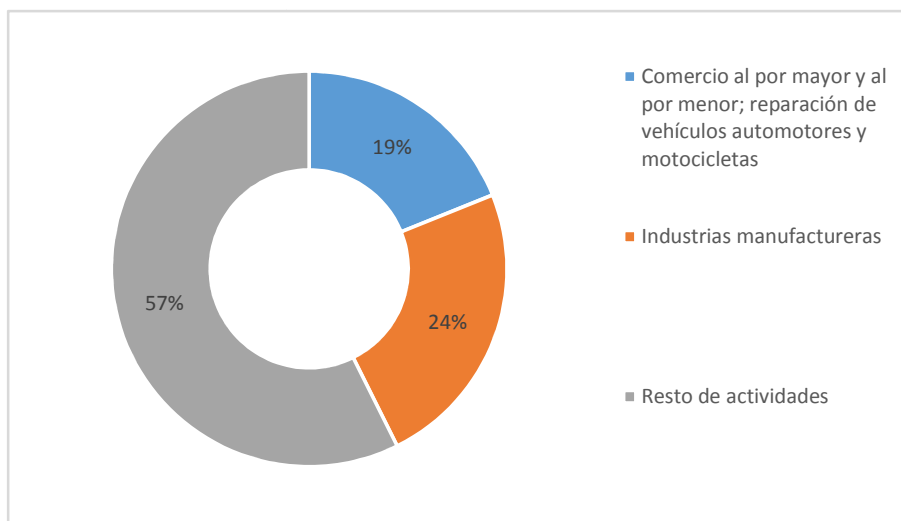
**Gráfico N° 15 Destino de Crédito del Segmento Productivo Pymes 2016**



Fuente: Banco Central del Ecuador (2017)  
Elaboración: Erick Castro

El volumen de crédito otorgado al segmento productivo Pymes, se dedicó a su vez al financiamiento de actividades relacionadas a industrias manufactureras con un total de participación del 23,76%, es decir, USD 2,0 millones, al financiamiento de actividades dedicadas al comercio al por mayor y menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas en 18,91% y el resto de actividades representan un 57,34%.

**Gráfico N° 16 Volumen de Crédito del Segmento Productivo Pymes por Actividad Económica 2016**

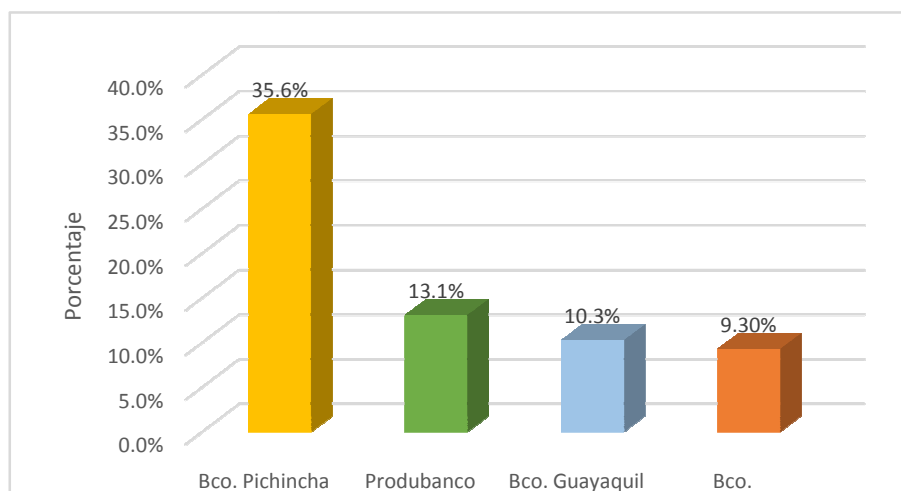


Fuente: Banco Central del Ecuador (2017)  
Elaboración: Erick Castro

#### *Crédito Comercial Prioritario*

En cuanto a las instituciones privadas con mayor representación en créditos otorgados del segmento comercial prioritario de las pequeñas y medianas empresas, esta Banco Pichincha con un 35,6%, Produbanco con 13,11% Banco Guayaquil con 10,3% y Banco Internacional con 9,3%.

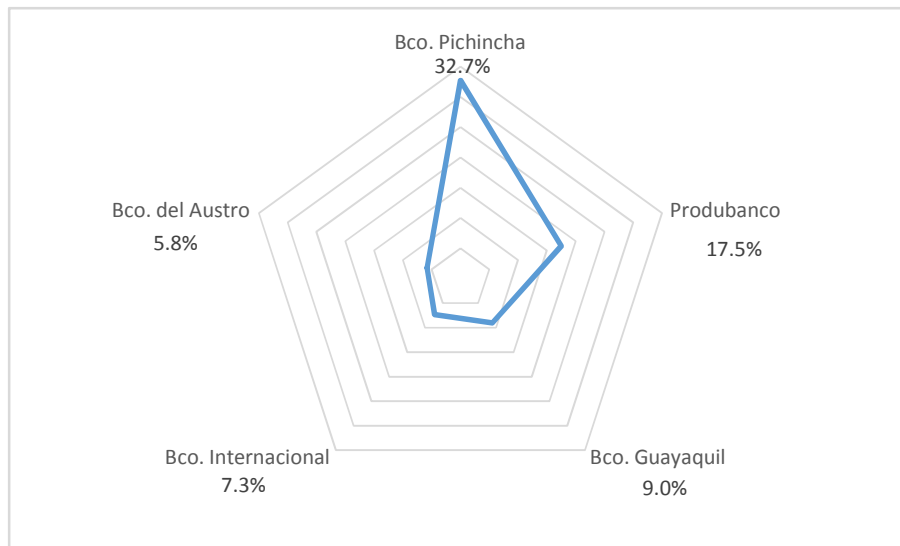
**Gráfico N° 17 Entidades Financieras Representativas en el Volumen de Crédito del Segmento Comercial Prioritario Pymes 2016**



Fuente: Banco Central del Ecuador (2017)  
Elaboración: Erick Castro

Para diciembre de 2016, las entidades financieras representativas en cuanto a monto de operaciones activas (créditos) del segmento comercial prioritario Pymes se encuentran Banco Pichincha con 32,7%, Produbanco con 17,5%, Banco Guayaquil con 9,0% Banco Internacional con 7,3%, Banco del Austro con 5,8% y el 27,7% restante corresponde a otras instituciones financieras privadas.

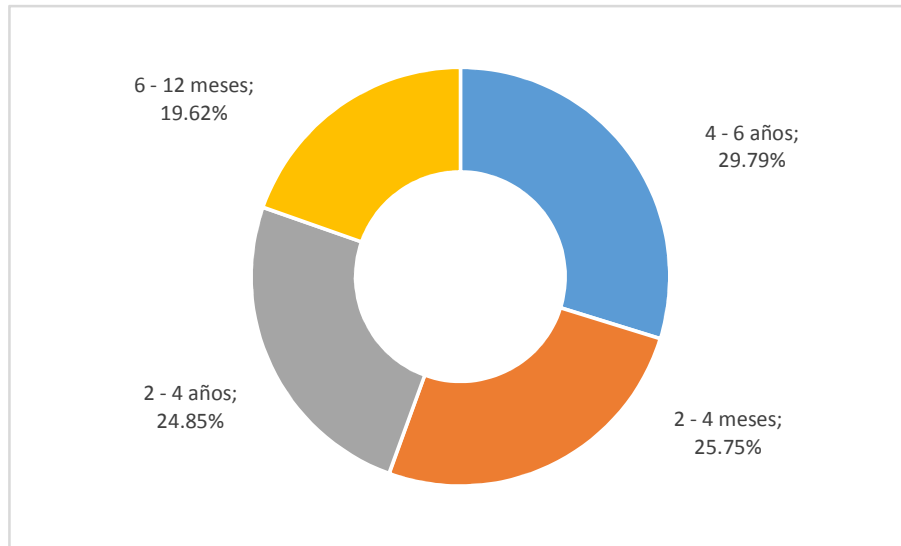
**Gráfico N° 18 Entidades Financieras Representativas en el Volumen de Crédito del Segmento Comercial Prioritario Pymes 2016**



Fuente: Banco Central del Ecuador (2017)  
Elaboración: Erick Castro

El plazo de los créditos del segmento comercial prioritario Pymes presentó el siguiente comportamiento. Del total del volumen de crédito otorgado, el 29,79% fue pactado en un plazo de 4 a 6 años, el 25,75% en un plazo de 2 a 4 meses, el 24,85% en un plazo de 2 a 4 años y el 19,62% en un plazo de 6 a 12 meses durante el año 2016.

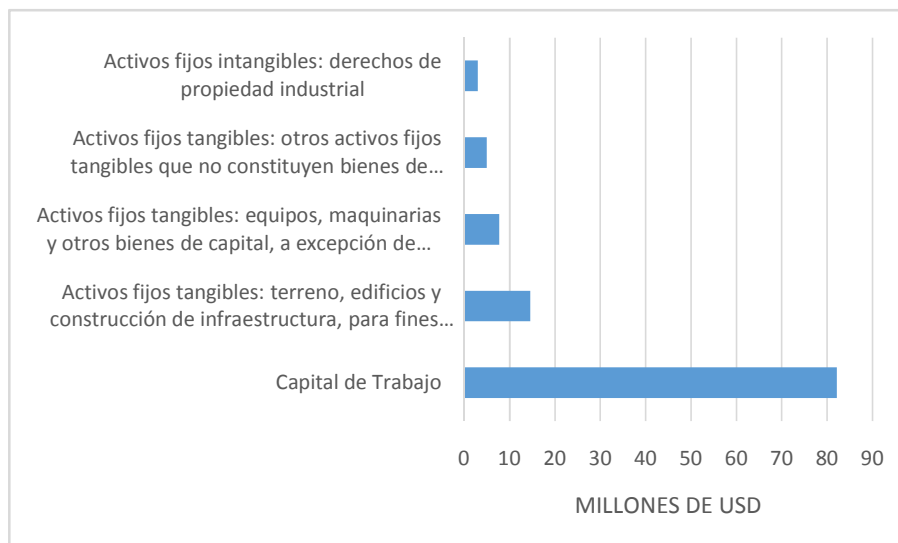
**Gráfico N° 19 Volumen de Crédito del Segmento Comercial Prioritario Pymes por Plazo 2016**



Fuente: Banco Central del Ecuador (2017)  
Elaboración: Erick Castro

Del total del volumen de crédito del segmento comercial prioritario Pymes, USD 6,4 millones se destinaron al financiamiento de activos fijos tangibles: terreno, edificios y construcción de infraestructura, para fines productivos y comerciales, y USD 2,0 millones hacia el financiamiento de activos fijos tangibles: equipos, maquinarias y otros bienes de capital, a excepción de vehículos, para fines productivos y comerciales.

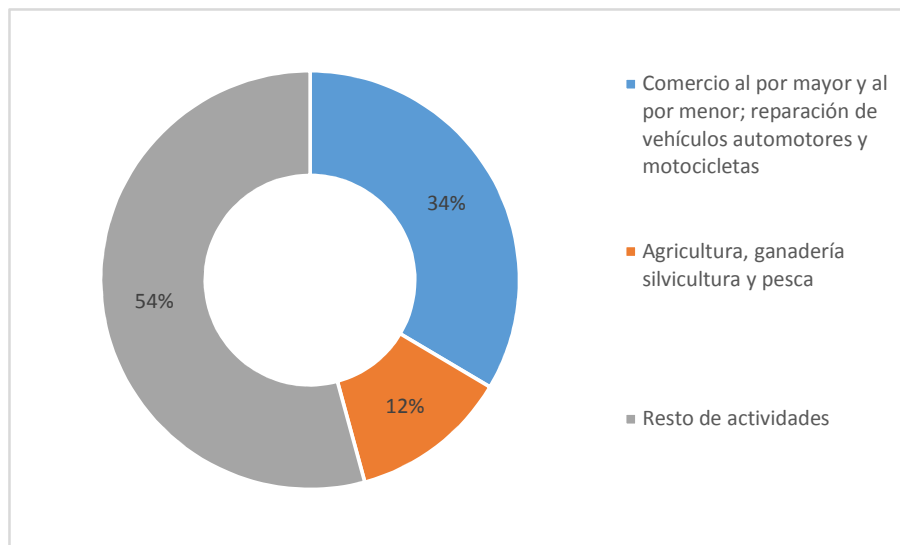
**Gráfico N° 20 Destino de Crédito del Segmento Comercial Prioritario Pymes 2016**



Fuente: Banco Central del Ecuador (2017)  
Elaboración: Erick Castro

El volumen de crédito otorgado al segmento comercial prioritario Pymes, financió principalmente actividades relacionadas al comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas con un total de participación del 33,53%, es decir, USD 38,9 millones, al financiamiento de actividades dedicadas a la agricultura, ganadería silvicultura y pesca en 12,26% y el resto de actividades representan un 54,21%.

**Gráfico N° 21 Volumen de Crédito del Segmento Comercial Prioritario Pymes por Actividad Económica 2016**



Fuente: Banco Central del Ecuador (2017)  
Elaboración: Erick Castro

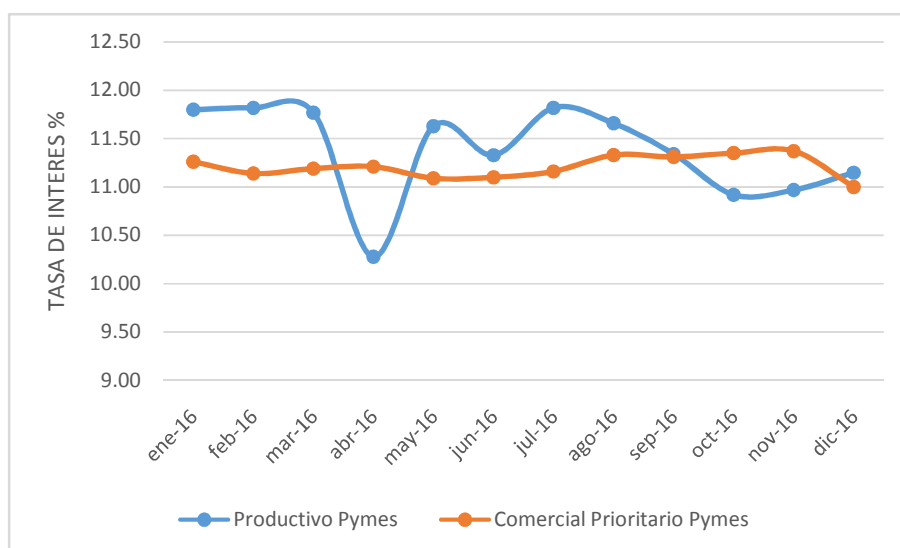
### ***Tasas Efectivas Anuales para créditos Pymes***

Para completar el análisis correspondiente sobre el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas en el sistema financiero bancario, es necesario observar la evolución de las tasas de interés activas efectivas con las que se han otorgado los créditos hacia este sector. Para enero de 2016, la tasa de interés activa efectiva referencial del segmento de crédito productivo Pymes fue de 11,80%, terminando el mismo año con una tasa del 11,15% (Banco Central del Ecuador, 2017).

Para los créditos otorgados del segmento comercial prioritario Pymes, la tasa de interés activa efectiva en enero de 2016 fue de 11,26%, terminando el año en diciembre de 2016 con una tasa del 11,0%. Para junio de 2017 la tasa de interés se encuentra en 10,61%. Hay que señalar que las tasas de interés

activas efectivas referenciales para las pequeñas y medianas empresas, según los datos publicados por el Banco Central del Ecuador, son una de las tasas de interés más altas en comparación de los otros segmentos de crédito (Banco Central del Ecuador, 2017).

**Gráfico N° 22 Tasa de Interés Activas Efectivas Referenciales para Créditos del Segmento Productivo Pymes y Comercial Prioritario Pymes año 2016**



Fuente: Banco Central del Ecuador, 2017  
Elaboración: Erick Castro

### ***Análisis y descripción del financiamiento de las pymes en el mercado de valores***

El mercado de valores ecuatoriano ofrece a las pequeñas y medianas empresas diferentes opciones de financiamiento, entre ellas la emisión de acciones, emisión de obligaciones, emisión de papeles de titularización y un mecanismo simplificado para empresas que están iniciando en sus actividades y sus índices financieros no presentan mayor volumen, este mecanismo se lo denomina Registro Especial Bursátil (REB). Cada una de estas alternativas de financiamiento en el mercado de valores, presenta una característica diferente y favorable para las pequeñas y medianas empresas.

Las empresas, al emitir acciones, buscan ampliar el número de socios, dejando a un lado la idea de endeudarse. Las personas que adquieren acciones, asumen a la vez un porcentaje de riesgo y otro porcentaje de beneficio pues la rentabilidad ofrecida no es garantizada o determinada, ya que esta depende directamente del desempeño empresarial en los ámbitos organizacionales, económicos,

estructurales y de negocios, así como de la variabilidad de los precios de las acciones en el mercado. Por ello esta inversión es de renta variable (Núñez, 2013).

La emisión de obligaciones es otra de las opciones que tienen los empresarios para financiarse ya que es una operación de crédito donde se busca obtener recursos mediante endeudamiento, el cual se retribuye mediante el pago de cierto tipo de interés en determinado plazo. En la emisión de obligaciones, se preestablecen ciertos requerimientos por parte del emisor y no se requerirá garantías. Cumple con la característica de ser una inversión de renta fija (Nicollela, 2006).

El proceso de titularización se refiere al financiamiento que se realiza por parte de un fideicomiso, los activos fijos o de lenta rotación o flujos esperados en un futuro se colocan dentro del mercado de títulos, los mismo son respaldados por un patrimonio previamente establecido por la transferencia de dominio hacia un fideicomiso determinado, con el fin de posteriormente emitir papeles de deuda. De este modo, se puede titularizar lo que sea apto a una evaluación económica (Borja Gallegos, 1995).

Las pequeñas y medianas empresas tenían la posibilidad de financiarse mediante el instrumento con el que contaban tanto la Bolsa de Valores de Quito como la Bolsa de Valores de Guayaquil que era el REVNI. Este mecanismo se elaboró y diseñó con el fin de brindar ayuda a aquellas empresas que no puedan cumplir con ciertos parámetros establecidos para la participación dentro de la bolsa de valores. En este sistema, las pequeñas y medianas empresas no necesitan inscribirse ni pagar por procesos de mantenimiento. La Bolsa de Valores de Quito (2017), establece que: el Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI) es:

Mecanismo establecido y autorregulado por las Bolsas de Valores, por el cual las empresas que no se encuentran inscritas en el Registro de Mercado de Valores ni en Bolsa de Valores, pueden anotar valores en un Registro Especial con la finalidad de cotizar sus valores de manera ocasional o periódicamente en las Bolsas de Valores.

Entre las consideraciones especiales que las pequeñas y medianas empresas debían tener en cuenta para su participación en el REVNI es que de acuerdo al Registro Oficial 808 del 11 de octubre de 2012, el monto máximo para la negociación en títulos valor de renta fija no inscritos en bolsa o en el Registro del Mercado de Valores no podrá superar los tres millones de dólares (USD 3'000.000) ni exceder el 80% de los activos libres de gravamen que tenga el emisor, sin considerar activos diferidos, activos que se encuentren el litigio o derechos fiduciarios de fideicomisos de garantía. (Ley del Mercado de Valores, 2012).

Otra de las facilidades que proporcionaba el mecanismo REVNI es que para las empresas que desean participar bajo este sistema, no les es necesaria la calificación de riesgos. Para quienes emitían era una ventaja no incurrir en este proceso de calificación, pues les significaba un ahorro de tiempo y de gastos, sin embargo, para quien se interesaba por obtener títulos valor de aquella emisión, le significaba no contar con una garantía de seguridad. No obstante, dentro de este mecanismo si era exigible la entrega de información contable y legal para de esta forma respaldar la emisión suscrita.

A su vez, era necesario que las Pymes que participaban en este sistema, se les haya auditado tres años con el fin de que la información entregada sea legítima. Aquellas auditorías externas tenían que tener su firma inscrita en la Superintendencia de Compañías y contar con todas las normas y requisitos establecidos en la ley para que puedan ejercer su trabajo de calidad. Todo esto con el fin de llevar seguridad a los posibles inversionistas.

Después de que una empresa optaba por este sistema de financiamiento y cumplía con los requerimientos previamente mencionados, un delegado de la Superintendencia de Compañías era el encargado de inspeccionar las instalaciones de la empresa y de toda la información financiera y contable. Dentro del sistema REVNI las empresas no debían pagar por inscripción y mantenimiento y tenían la posibilidad de entrar y salir de este espacio con mayor facilidad.

Los requisitos para que una empresa pudiera emitir bajo el sistema REVNI es que en primera instancia la junta de accionistas o socios de la empresa, acuerden la participación de la misma dentro del Registro de Valores No Inscritos. Según lo establecido en el Manual de Inscripción de Valores REVNI, la compañía inscrita bajo este sistema tendrá que obligatoriamente predeterminar medidas que preserven el patrimonio de la empresa. Entre ellas debe constar la no repartición de dividendos y mantener la relación activos libres de gravamen sobre los valores anotados.

Junto con ello, la empresa participante bajo el sistema REVNI, debía contar con los servicios de una Casa de Valores, la misma que cumplía con la función de estructurar la anotación de la empresa a la que está prestando sus servicios en el sistema REVNI. Para cumplir con ello, se debía elaborar un Memorando de Inversión el cual contenía diferentes parámetros.

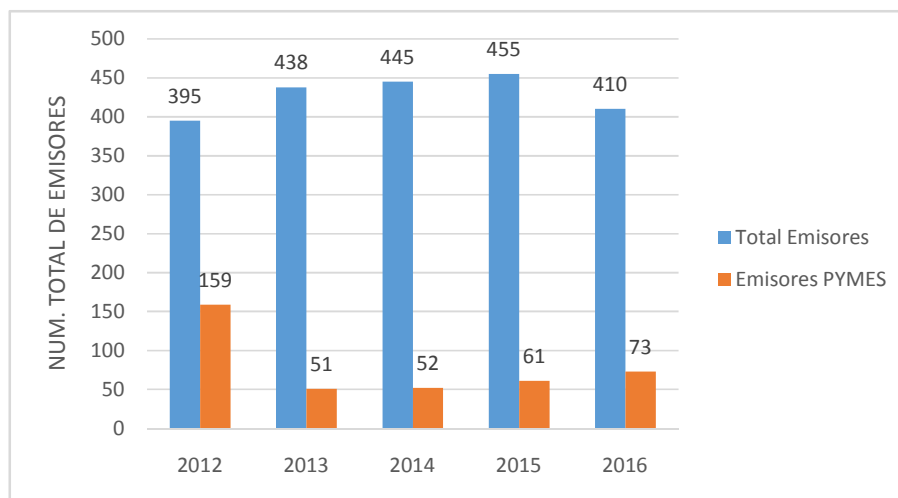
Sin embargo, en marzo de 2014 a través de la aprobación de la “Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil” se establece dentro del Capítulo II EL Registro Especial Bursátil (REB). Este segmento se crea con el objetivo de:

Desarrollar el mercado de valores y ampliar el número de emisores y valores que se negocien en mercados regulados, [...] en el cual se negociaran únicamente valores de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas y de las organizaciones de la economía popular y solidaria que por sus características específicas, necesidades de política económica y el nivel de desarrollo de estos valores y/o sus emisores ameriten a necesidad de negociarse en un mercado específico y especializado para esos valores [...]

Los participantes principales de este espacio son las pequeñas y medianas empresas que, para efectos de las normas establecidas que rigen el Registro Especial Bursátil, se entienden por pequeñas empresas aquellas que cuentan con 10 a 49 trabajadores y registran ventas anuales de USD 100.000,00 hasta USD 1.000.000,00 y por medianas empresas aquellas que cuentan con 50 a 199 trabajadores y registran ventas anuales de USD 1.000.000,00 hasta 5.000.000,00. Además de estas empresas, pueden participar como emisores organizaciones de la economía popular y solidaria pertenecientes al sector financiero como cooperativas de ahorro y crédito, mutualistas y cooperativas no financieras del nivel 2 (Junta de Regulación Monetaria Financiera, 2016).

En cuanto a los compradores, son autorizados de adquirir los valores emitidos en el mercado los inversionistas autorizados, inversionistas institucionales (sistema financiero, seguridad social, mutualistas, cooperativas, etc.), inversionistas calificados (quienes cuenten con la experiencia y/o conocimientos necesarios para comprender, evaluar y administrar el producto). Lo que se puede negociar en el REB son valores de deuda y capital como acciones, obligaciones y papel comercial, así como letras de cambio, pagarés y facturas comerciales negociables.

**Gráfico N° 23 Número Total de Emisores vs. Emisores PYMES**



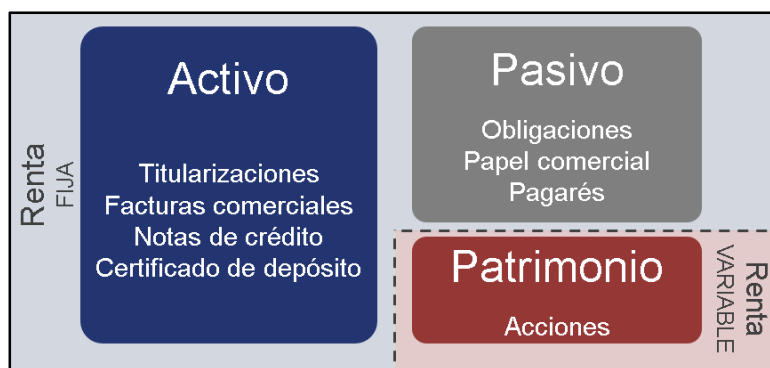
Fuente: Superintendencia de Compañías (2017)  
Elaboración: Erick Castro

En los últimos cinco años, el número de emisores ha tenido una tendencia constante que se ha mantenido entre los 400 y 450 emisores en promedio. Del total de emisores, las pequeñas y medianas empresas representan un promedio del 19%. Quienes tienen una representación significativa son las grandes empresas con un 74% (Superintendencia de Compañías, 2016).

### ***Opciones de Financiamiento para las Empresas mediante Instrumentos del Mercado de Valores***

Según las necesidades de financiamiento, las grandes empresas, como las pequeñas y medianas, pueden encontrar los recursos necesarios mediante los instrumentos del mercado de valores, que ayudan a las empresas a financiar sus activos, pasivos y patrimonio. Las opciones que pueden encontrar las empresas son las que se muestran a continuación:

## Gráfico N° 24 Opciones de Financiamiento



Fuente: Bolsa de Valores de Quito (2017)

Elaboración: Erick Castro

Cada empresa lleva su información financiera mediante el manejo de un balance general, lo que sirve al empresario para tomar decisiones acertadas para conllevar sus operaciones oportunamente. Las ventajas del financiamiento por medio del mercado de valores, es que para cada parte del balance general (activo, pasivo y patrimonio), existe un determinado instrumento financiero que le permitirá solventar las necesidades que corresponda.

### *Análisis Comparativo de Financiamiento*

Con lo anteriormente expuesto, se puede evidenciar cual ha sido la tendencia para conseguir financiamiento por parte de las Pymes en el Ecuador y la participación que ha tenido el sector bancario y el mercado de valores en el desarrollo de este segmento empresarial. Ante ello es necesario comparar los costos en los que incurren las Pymes en la obtención de recursos económicos tanto en el sector bancario como en el mercado de valores, para de este modo tener un análisis completo y de esta manera tomar la mejor decisión de financiamiento en base a un criterio sustentado en hechos.

Para el financiamiento bancario, es necesario considerar que cada institución bancaria, tiene diferentes criterios para otorgar las condiciones de crédito hacia las pequeñas y medianas empresas, sin embargo, la condición aplicable para realizar el ejercicio comparativo se basa en los principios básicos y reglamentos vigentes de las entidades de control para brindar créditos bancarios.

Al realizar la comparación respectiva, se utilizará una tabla de amortización acorde a las condiciones crediticias y a las condiciones de una emisión de obligaciones. El punto clave para poder obtener una comparación estándar, es mediante el cálculo de la tasa interna de retorno derivada del flujo generado por la elección empresarial de financiarse por medio de un préstamo o por medio de una emisión en el mercado de valores. El punto de partida del análisis es el monto desembolsado por el banco, registrándolo con signo negativo, y las cuotas pagadas por la Pyme que adquiere el crédito es un ingreso para el banco. Con estos flujos se puede obtener la tasa interna de retorno.

El monto para calcular la tasa interna de retorno es indiferente, pues lo que en realidad influye en el cálculo son los costos adicionales a la tasa de interés, no obstante dicha recarga de costos adicionales sí puede influir en el monto inicial. Para realizar los cálculos pertinentes, se considera un monto de USD 600.000 debido a que el monto mínimo para la emisión de pagarés en el mercado de valores es de USD 500.000 en el REVNI y REB.

Para conseguir un análisis completamente comparable y bajo las mismas condiciones entre el financiamiento bancario y el financiamiento bursátil, se estandariza los montos, plazos y formas de pago en base a las condiciones para la emisión bajo el sistema REVNI y REB, y a su vez el pago de cuotas del crédito bancario. De esta manera, el monto a financiar y de emisión respectivamente es de USD 600.000, a un plazo de tres años, con pagos de capital (amortización) mensual.

A continuación se realiza la diferencia por categorización de Pymes según los niveles de ventas de las principales entidades financieras bancarias a las que acuden estas empresas para obtener un crédito y financiamiento:

**Tabla N° 3 Categorización de Pyme según Niveles de Venta por Entidad Bancaria año 2016**

Entidad Bancaria	Nivel de Ventas	
	Ventas Min.	Ventas Max.
Banco Pichincha	\$ 100.000,00	\$ 1.000.000,00
Produbanco	\$ 100.000,00	\$ 1.000.000,00
Banco Guayaquil	\$ 1,00	\$ 1.000.000,00
Banco Internacional	\$ 1,00	\$ 1.000.000,00
Banco del Austro	\$ 100.000,00	\$ 1.000.000,00

Fuente: Investigación propia (2017)

Elaboración: Erick Castro

Una vez presentados los rangos de ventas para que los bancos mencionados consideren que las empresas son pequeñas o medianas, se debe tomar en consideración las condiciones del crédito que el empresario va adquirir y que el banco va a desembolsar. Para ello existen condiciones constantes o comunes y existen también condiciones que pueden variar de acuerdo al tipo de crédito que brinda cada banco. Ante ello se presenta la siguiente tabla de condiciones crediticias considerando las condiciones constantes y las condiciones variables.

**Tabla N° 4 Condiciones Crediticias Constantes y Variables**

<b>Condiciones Crediticias Constantes</b>
Monto de Crédito Solicitado
Plazo de Crédito (años - meses)

Formas de Pago del Crédito
<b>Condiciones Crediticias Variables</b>
Tasa de interés de crédito
Saldos
Comisión por administración de cartera
Comisión anticipada
Impuesto SOLCA
Otros recargos
Total recargos

Fuente: Investigación propia (2017)  
Elaboración: Erick Castro

Para continuar, se debe realizar una tabla de amortización en base al monto solicitado al banco o al monto emitido en el mercado de valores por parte de la pequeña o mediana empresa. Por ley, es necesario darle a escoger al cliente entre una tabla de amortización francesa o alemana. De ello se deriva el cálculo de intereses que se tendrá que pagar y el costo financiero en el que incurrirá la empresa. Dado que Banco Pichincha es la institución bancaria con mayor afluencia en créditos para Pymes, se tomará este banco como ejemplo para el análisis correspondiente.

**Tabla N° 5 Tabla de Amortización Alemana Crédito Bancario**

CONDICIONES DE CRÉDITO BANCO PICHINCHA	
Monto solicitado	600.000,00
Tasa de interés	11,83%
Plazo (mensual)	24
Comisión anticipada	4,74%
Comisión anticipada (USD)	28.440,00
Impuesto SOLCA	0,50%
Impuesto SOLCA (USD)	3.000,00
Otros Recargos	20,00
Total Recargos	31.460,00

TABLA DE AMORTIZACIÓN ALEMANA				
PERIODO	CAPITAL REDUCIDO	INTERÉS	AMORTIZACIÓN	CUOTA
1	600.000,00	5.915,00	25.000,00	30.915,00
2	575.000,00	5.668,54	25.000,00	30.668,54
3	550.000,00	5.422,08	25.000,00	30.422,08
4	525.000,00	5.175,63	25.000,00	30.175,63
5	500.000,00	4.929,17	25.000,00	29.929,17
6	475.000,00	4.682,71	25.000,00	29.682,71
7	450.000,00	4.436,25	25.000,00	29.436,25

8	425.000,00	4.189,79	25.000,00	29.189,79
9	400.000,00	3.943,33	25.000,00	28.943,33
10	375.000,00	3.696,88	25.000,00	28.696,88
11	350.000,00	3.450,42	25.000,00	28.450,42
12	325.000,00	3.203,96	25.000,00	28.203,96
13	300.000,00	2.957,50	25.000,00	27.957,50
14	275.000,00	2.711,04	25.000,00	27.711,04
15	250.000,00	2.464,58	25.000,00	27.464,58
16	225.000,00	2.218,13	25.000,00	27.218,13
17	200.000,00	1.971,67	25.000,00	26.971,67
18	175.000,00	1.725,21	25.000,00	26.725,21
19	150.000,00	1.478,75	25.000,00	26.478,75
20	125.000,00	1.232,29	25.000,00	26.232,29
21	100.000,00	985,83	25.000,00	25.985,83
22	75.000,00	739,38	25.000,00	25.739,38
23	50.000,00	492,92	25.000,00	25.492,92
24	25.000,00	246,46	25.000,00	25.246,46
<b>TOTALES</b>		73.937,50	600.000,00	673.937,50

Fuente: Departamento de Riesgos Empresas - Banco Pichincha  
Elaboración: Erick Castro

**Tabla N° 6 Tabla de Amortización Francesa Crédito Bancario**

<b>TABLA DE AMORTIZACIÓN FRANCESA</b>				
<b>PERIODO</b>	<b>CAPITAL REDUCIDO</b>	<b>INTERÉS</b>	<b>AMORTIZACIÓN</b>	<b>CUOTA</b>
1	594.794,37	70.980,00	5.205,63	76.185,63
2	588.972,91	70.364,17	5.821,46	76.185,63
3	582.462,78	69.675,50	6.510,13	76.185,63
4	575.182,50	68.905,35	7.280,28	76.185,63
5	567.040,96	68.044,09	8.141,54	76.185,63
6	557.936,27	67.080,95	9.104,68	76.185,63
7	547.754,51	66.003,86	10.181,77	76.185,63
8	536.368,23	64.799,36	11.386,27	76.185,63
9	523.634,97	63.452,36	12.733,27	76.185,63
10	509.395,35	61.946,02	14.239,61	76.185,63
11	493.471,19	60.261,47	15.924,16	76.185,63
12	475.663,21	58.377,64	17.807,99	76.185,63
13	455.748,53	56.270,96	19.914,67	76.185,63
14	433.477,96	53.915,05	22.270,58	76.185,63
15	408.572,77	51.280,44	24.905,19	76.185,63
16	380.721,30	48.334,16	27.851,47	76.185,63

17	349.575,00	45.039,33	31.146,30	76.185,63
18	314.744,09	41.354,72	34.830,91	76.185,63
19	275.792,69	37.234,23	38.951,40	76.185,63
20	232.233,33	32.626,27	43.559,35	76.185,63
21	183.520,91	27.473,20	48.712,43	76.185,63
22	129.045,80	21.710,52	54.475,11	76.185,63
23	68.126,29	15.266,12	60.919,51	76.185,63
24	0,00	8.059,34	68.126,29	76.185,63
<b>TOTALES</b>		1.228.455,11	600.000,00	1.828.455,11

Fuente: Departamento de Riesgos Empresas - Banco Pichincha  
Elaboración: Erick Castro

Bajo el supuesto de que la pequeña empresa solicitante de financiamiento por medio de un crédito bancario, elige la tabla de amortización alemana debido a que en ella se pagan menos intereses, se procederá a realizar el cálculo de la tasa efectiva en base a esta. Para ello se parte del desembolso que inicialmente realiza el banco, el cual se obtiene de la diferencia entre el monto solicitado y el total de recargos que existen en el crédito, es decir, el cobro por comisión anticipada, impuesto SOLCA y otros recargos, teniendo entonces:

$$\text{Monto solicitado} - \text{Total recargos} = \text{Desembolso Inicial}$$

$$600.000,00 - 31.460,00 = 568.540,00$$

Tomando en cuenta que los USD 568.540,00 vendría a ser el monto inicial de inversión, se trae a valor presente los flujos generados por cada cuota de la tabla de amortización alemana para de este modo encontrar la tasa interna de retorno. Una vez calculada la tasa interna de retorno, podemos encontrar la tasa efectiva anual que será el principal indicador o parámetro de comparación para evaluar el crédito obtenido por una empresa y la emisión de obligaciones en el mercado de valores.

**Tabla N° 7 Costo de Financiamiento por Crédito Bancario**

DESEMBOLSO INICIAL DEL BANCO	(568,540.00)
1	30,915.00
2	30,668.54
3	30,422.08
4	30,175.63
5	29,929.17
6	29,682.71
7	29,436.25
8	29,189.79
9	28,943.33

10	28,696.88
11	28,450.42
12	28,203.96
13	27,957.50
14	27,711.04
15	27,464.58
16	27,218.13
17	26,971.67
18	26,725.21
19	26,478.75
20	26,232.29
21	25,985.83
22	25,739.38
23	25,492.92
24	25,246.46
<b>T.I.R</b>	<b>1.46%</b>
<b>T.E.A</b>	<b>18.99%</b>

$$T.E.A. = (1 + T.I.R)^{12} - 1$$

$$T.E.A. = (1 + 1,46\%)^{12} - 1 = \mathbf{18,99\%}$$

Cabe recalcar que la Tasa Efectiva Anual puede variar en cada una de las demás instituciones bancarias debido a que se pueden incurrir en otros costos adicionales, la tasa de interés varía junto con los recargos adicionales. Además, si todas las variables permanecen constantes y el plazo de crédito se reduce, el costo financiero aumentará.

Una vez obtenido el costo financiero del financiamiento de una pequeña o mediana empresa por medio de una institución bancaria, se realizará el análisis correspondiente en cuanto a los costos en los que incurre una Pyme por medio del mercado de valores. Para ello, se toma como ejemplo la emisión de pagarés<sup>7</sup> de una empresa “X”. Las condiciones y características de la emisión se encuentran dentro del memorando de inversión o conocido también como el prospecto de oferta pública. Para lograr una comparación similar, la emisión coincidirá con las características del crédito bancario analizado con anterioridad, es decir, el plazo y el tipo de amortización serán las mismas. La tasa de interés viene dada por las condiciones en las que se encuentre el mercado debido a que estas empresas no necesitan de una calificación de riesgo, sin embargo si se toma en cuenta el tipo de riesgo sectorial para añadir puntos porcentuales a la tasa de interés final.

Según el reporte de consistencia, evaluación y seguimiento del departamento de Información, Promoción y Capacitación de la Bolsa de Valores de Quito, las condiciones, costos y gastos de emisión de una empresa son los siguientes:

---

<sup>7</sup>Valores de renta fija a corto plazo con una determinada tasa de interés

**Tabla N° 8 Condiciones, Costos y Gastos de Emisión de Pagarés**

<b>CONDICIONES DE EMISIÓN DE PAGARÉS</b>	
Monto de Emisión	600.000,00
Tasa de Interés	8%
Plazo en meses	24
Amortización de capital días	30
<b>COSTOS Y GASTOS DE EMISIÓN DE PAGARÉS</b>	
Costo de emisión %	0,91%
Costo de emisión USD	5.460,00
Estructuración Financiera	0,00
Estructuración Legal	0,00
Comisión Bolsa %	0,09%
Comisión Bolsa USD	540,00
Calificación de Riesgo (Inicial)	No aplica PYMES
Calificación de Riesgo (Revisión)	No aplica PYMES
Honorarios casa de valores %	2%
Honorarios casa de valores USD	12.000,00
Otros Gastos	0,00
<b>TOTAL COSTOS Y GASTOS</b>	<b>18.000,00</b>

Fuente: Bolsa de Valores de Quito (2017)

Elaboración: Erick Castro

Como se puede apreciar, los costos y gastos iniciales en los que incurre una empresa al emitir por medio del mercado de valores son más bajos que los que se incurren mediante un crédito bancario. Para completar el análisis es necesario tomar en cuenta la amortización de la emisión la cual se presenta a continuación:

**Tabla N° 9 Tabla de Amortización Alemana Emisión de Pagarés**

<b>TABLA DE AMORTIZACIÓN ALEMANA</b>				
<b>PERIODO</b>	<b>CAPITAL REDUCIDO</b>	<b>INTERÉS</b>	<b>AMORTIZACIÓN</b>	<b>CUOTA</b>
1	600.000,00	4.000,00	25.000,00	29.000,00
2	575.000,00	3.833,33	25.000,00	28.833,33
3	550.000,00	3.666,67	25.000,00	28.666,67
4	525.000,00	3.500,00	25.000,00	28.500,00
5	500.000,00	3.333,33	25.000,00	28.333,33
6	475.000,00	3.166,67	25.000,00	28.166,67

7	450.000,00	3.000,00	25.000,00	28.000,00
8	425.000,00	2.833,33	25.000,00	27.833,33
9	400.000,00	2.666,67	25.000,00	27.666,67
10	375.000,00	2.500,00	25.000,00	27.500,00
11	350.000,00	2.333,33	25.000,00	27.333,33
12	325.000,00	2.166,67	25.000,00	27.166,67
13	300.000,00	2.000,00	25.000,00	27.000,00
14	275.000,00	1.833,33	25.000,00	26.833,33
15	250.000,00	1.666,67	25.000,00	26.666,67
16	225.000,00	1.500,00	25.000,00	26.500,00
17	200.000,00	1.333,33	25.000,00	26.333,33
18	175.000,00	1.166,67	25.000,00	26.166,67
19	150.000,00	1.000,00	25.000,00	26.000,00
20	125.000,00	833,33	25.000,00	25.833,33
21	100.000,00	666,67	25.000,00	25.666,67
22	75.000,00	500,00	25.000,00	25.500,00
23	50.000,00	333,33	25.000,00	25.333,33
24	25.000,00	166,67	25.000,00	25.166,67
<b>TOTALES</b>		50.000,00	600.000,00	650.000,00

Fuente: Bolsa de Valores de Quito (2017)

Elaboración: Erick Castro

Una vez determinados los flujos o cuotas a pagar, se procede bajo el mismo esquema del crédito bancario con el cálculo de la Tasa Interna de Retorno para así encontrar el costo del financiamiento mediante la Tasa Efectiva Anual, obteniendo los siguientes valores:

**Tabla N° 10 Costo de Financiamiento por Emisión de Pagarés**

Inversión Inicial	(582.000,00)
1	29.000,00
2	28.833,33
3	28.666,67
4	28.500,00
5	28.333,33
6	28.166,67
7	28.000,00
8	27.833,33
9	27.666,67
10	27.500,00
11	27.333,33
12	27.166,67
13	27.000,00
14	26.833,33

15	26.666,67
16	26.500,00
17	26.333,33
18	26.166,67
19	26.000,00
20	25.833,33
21	25.666,67
22	25.500,00
23	25.333,33
24	25.166,67
<b>T.I.R</b>	<b>0,93%</b>
<b>T.E.A</b>	<b>11,70%</b>

$$T.E.A. = (1 + T.I.R)^{12} - 1$$

$$T.E.A. = (1 + 0,93\%)^{12} - 1 = \mathbf{11,70\%}$$

Obteniendo los resultados respectivos, se evidencia que el costo de financiamiento por medio de la emisión de pagarés es menor en 7,29 puntos porcentuales. Esto se debe a las condiciones que le mercado de valores ofrece a las pequeñas y medianas empresas dentro de su registro especial bursátil. Aun considerando los respectivos costos y gastos en los que ya se incurren en la emisión dentro del mercado formal de valores, donde se consideran los costos por calificación de riesgo, estructuración financiera y legal, colocación y otros, el porcentaje del costo seguiría siendo menor debido a que el mayor porcentaje de estos costos es del 10% con respecto a la emisión (Bolsa de Valores de Quito, 2017).

### ***Facturas Comerciales***

Otro de los instrumentos que negocian las pequeñas y medianas empresas son las facturas negociables. Se las negocian debido a que sus costos de emisión son bajos ya que no requiere de una estructuración financiera ni una calificación de riesgos. Las facturas negociables son negociadas al descuento<sup>8</sup> por lo que para calcular el costo financiero de la colocación de estos títulos se lo realiza mediante el valor presente neto debido a que se aplica el concepto de costo de oportunidad donde quien decide financiarse se pregunta si le es más conveniente recibir cierta cantidad de dinero, por ejemplo, en 180 días o una cantidad menor el día de hoy.

El cálculo de la tasa pagada por estos títulos valor, se establece en base a las condiciones de colocación y negociación, sin embargo, para tener una mayor precisión al momento de negociar se debe considerar que la empresa sigue facturando, pese a que debe esperar por sus cobros, por lo que el costo para recibir los cobros de la factura es la variación de los precios reflejada en la inflación

---

<sup>8</sup> Negociación de títulos representativos de deuda que no devengan intereses y su rendimiento es generado por la diferencia entre el valor nominal y el valor de adquisición.

mensual o anual. La tasa de inflación, sería en mucho de los casos la tasa de descuento del valor nominal.

### ***Emisión de Acciones***

En el caso de la emisión de acciones, el costo de la misma está dado por la comparación entre el porcentaje del gasto por aumento de capital y la emisión de acciones con respecto al monto de colocación con la tasa de interés de las acciones. La empresa que decida financiarse mediante este instrumento, tendrá un flujo de ingresos que depende del número de acciones emitidas multiplicado por el precio en el que se colocaron las acciones, dicho precio es establecido y determinado según el valor de la empresa.

### ***Proceso de Titularización***

El proceso de titularización, en muchos de los casos, resulta ser la opción más costosa para las pequeñas y medianas empresas dentro de las opciones de financiamiento en el mercado de valores debido a los gastos iniciales en los que deben incurrir. Por ejemplo, para que una titularización de activos sea atractiva para las empresas participantes en este proceso, la colocación debe ser de por lo menos un millón de dólares, cifra mínima según la Superintendencia de Compañías (2017), y además, los gastos no deben superar el 2% del monto emitido.

Para ello, como punto de partida la empresa debe recurrir a un fideicomiso el cual según el servicio brindado y características del proceso, tendrá un determinado costo para la empresa, además de los costos que se presentan a continuación, los cuales fueron recopilados y son los más comunes dentro de los prospectos de emisión de las empresas financiadas por procesos de titularización:

**Tabla N° 11 Condiciones, Costos y Gastos del Proceso de Titularización**

Monto de Emisión
Tasa de Interés Total
Tasa de Interés de Emisión
Plazo en meses
Comisión mensual de Fideicomiso
Amortización de Capital
Costo de emisión %
Costo de emisión USD
Estructuración Financiera
Estructuración Legal
Comisión Bolsa %
Comisión Bolsa USD

Calificación de Riesgo (Inicial)
Calificación de Riesgo (Revisión)
Honorarios casa de valores %
Honorarios casa de valores USD
Honorarios Fiducia %
Honorarios Fiducia USD
Otros Gastos

Fuente: Bolsa de Valores de Quito – Prospectos por Emisor  
 Elaboración: Erick Castro

En general, los procesos de titularización no son muy utilizados por las pequeñas y medianas empresas porque en primera instancia el valor de sus activos no representa una suma importante para ejecutar este proceso y en segunda instancia, los costos en los que deben incurrir son altos dada la capacidad económica que estas empresas presentan. Sin embargo, no deja de ser una opción que ofrece el mercado de valores para que las empresas puedan adquirir financiamiento y liquidez.

### ***Variable “tiempo” como factor de decisión para financiamiento***

El tiempo en la obtención de recursos, es una variable fundamental para las pequeñas y medianas empresas, dada la necesidad de liquidez inmediata para la pronta implementación o inyección de los recursos económicos en sus diferentes actividades productivas. El financiamiento común, por medio de las entidades financieras, se promociona con varias estrategias para llamar la atención del cliente y ofrecer financiamiento inmediato, sin embargo, el tiempo promedio en la obtención de recursos oscila entre los 2 y tres meses dependiendo el proceso de cada entidad bancaria. No obstante, el factor común de todas las entidades financieras es el proceso de análisis del perfil de riesgo de cada crédito solicitado y es ahí donde el trámite se alarga.

La excesiva documentación solicitada en cada entidad financiera, es un determinante que muchas veces al cliente o solicitante de crédito ocasiona problema y malestar, además de las garantías en las que deben incurrir donde el solicitante toma tiempo para calificar como sujeto de crédito. Según la Corporación Financiera Nacional del Ecuador (2017), el tiempo que les toma en desembolsar el dinero de un crédito productivo es de 90 días laborales, es decir, tres meses. Ante este contexto presentado, se puede decir que, el problema radica en que el solicitante de crédito (pequeña o mediana empresa) depende en gran porcentaje de la gestión de la entidad financiera para calificar como apto para obtener el desembolso inicial del crédito.

Por otro lado, dentro del mercado de valores, los tiempos en los que incurre una pequeña y mediana empresa en el Ecuador, es menor comparado a los tiempos de obtención de financiamiento en las entidades financieras. Esto se debe a las ventajas de no tener que pasar por un proceso de calificación de riesgos, pues es una de las ventajas del REB. La inscripción de la empresa se efectúa de manera rápida, sin embargo, para obtener los recursos, es decir, el tiempo de colocación de una emisión depende mucho más de la gestión de la empresa que de la gestión de un tercero.

### ***Capítulo III: Criterios y estrategias de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas dentro del mercado de valores a partir de experiencias internacionales***

Dentro de este capítulo, se analizará las diferentes experiencias internacionales que han sido exitosas en cuanto al uso y participación de las empresas y personas en el mercado de valores. Se desarrollará un análisis de las diferentes Bolsas de Valores a nivel regional (Latinoamérica) y casos puntuales a nivel del continente europeo. De estas experiencias se buscará criterios y estrategias aplicables a las condiciones políticas, económicas, sociales y culturales del Ecuador, para proponer el desarrollo del mercado de valores conjuntamente con las empresas ecuatorianas.

#### ***Caso Perú***

El gobierno de Perú con el pasar de los años ha desarrollado dentro de su legislación diferentes normativas que favorecen al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas y promueven el desarrollo de los mercados tanto financieros como el de valores. De esta manera, al existir un marco legal que ampara el desarrollo empresarial y de los mercados, el Estado peruano genera facilidades de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas que son consideradas el motor productivo del país, obteniendo mayor actividad económica y a su vez, mayores ingresos tributarios para el Estado (Mendiola, Aguirre , Alatrística , Levano, & Vera , 2015).

El mercado de valores de Perú, ha puesto énfasis en el desarrollo de las pymes es por ello que se ha adaptado a las condiciones de estas empresas y por ello promueve el “Mercado Alternativo de Valores” que es un segmento de la Bolsa de Valores de Lima regulada por la Superintendencia del Mercado de Valores. Este mercado alternativo nace bajo un escenario económico favorable en el que Perú contaba con una calificación riesgo país atractivo para inversionistas tanto nacionales como extranjeros donde el ambiente de confianza era alto y se aseguraba que las obligaciones representativas de deuda serían tratadas de la manera más oportuna.

Bajo este contexto económico surgió la posibilidad de la creación del Mercado Alternativo de Valores como una opción para el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas que propone una disyuntiva al mercado tradicional de valores, mismo que está orientado principalmente al financiamiento de las grandes empresas. Para (Palacio Rey, 2013) los beneficios que presenta el Mercado Alternativo de Valores para las empresas de este segmento son:

- Ahorro en los costos de estructuración.
- Menores tasas en el largo plazo y mayores montos de financiamiento.
- Menores requerimientos de información.
- Asesoría legal.
- Reducción del 50% en costos por tarifas cobradas por mantenimiento y desarrollo de infraestructura del mercado de valores por ICLV, BLV y SMV.
- Posible exoneración en el pago de impuestos a la ganancia de capital.

La normativa para el desarrollo del Mercado Alternativo de Valores se ha desarrollado continua y gradualmente. Cuentan con leyes generales y normas específicas, pero a partir de la Resolución de Superintendencias 00025-2012-SMV/01, se aprueba el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores que análogamente vendría a ser un manual para cumplir con los requisitos de oferta pública de instrumentos de corto plazo emitidos por las empresas pertenecientes a este mercado.

Las leyes que regulaban el mercado de valores peruano hasta el año 2012 eran:

- Ley General de Sociedades (LGS), Ley 26887 de 1997
- Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo 861 de 2008
- Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, Decreto Legislativo 862 del 2008

Debido a los requisitos y obligaciones establecidos en las normas vigentes de rango superior, el reglamento del Mercado Alternativo de Valores se tuvo que ir adaptando poco a poco y no se lo pudo implementar inmediatamente. Para generar incentivos a las pequeñas y medianas empresas a que participen dentro del mercado de valores, se flexibilizó los requerimientos en cuanto a obligaciones e información en las normas con tango de ley, como por ejemplo, el artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores, que establecía requisitos muy estrictos para las empresas de tamaño pequeño para la inscripción de un valor así como de otras obligaciones (Ley de Mercado de Valores de Perú, 2008).

La participación dentro de este mercado por parte de las pequeñas y medianas empresas ha sido activa a raíz de la implementación del Mercado Alternativo de Valores en comparación del Mercado Principal, por ello, a continuación se presenta una matriz de diferencia entre el mercado alternativo y el mercado principal.

**Tabla N° 12 Diferencia de Requisitos entre Mercado Principal y Mercado Alternativo de Valores**

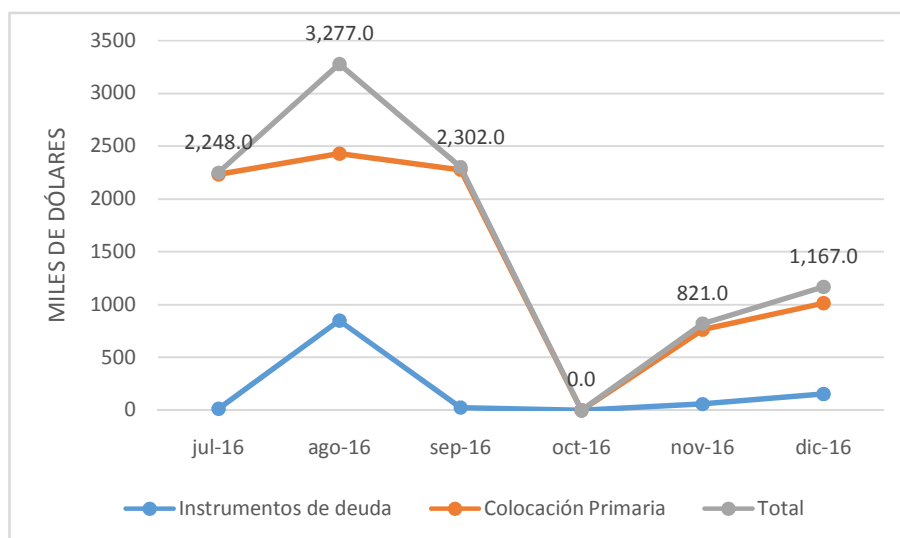
<b>Requisitos</b>	<b>Mercado Principal</b>	<b>Mercado Alternativo</b>
Representante de obligacionistas	Si	No
Elevar a escritura pública los contratos o actos de emisión	Si	No
Contrato estándar entre emisor e inversionista	No	Si
Prospecto estándar	No	Si
Informe de clasificación de riesgo	Dos	Uno
Memoria anual	Dos últimos ejercicios	Último ejercicio
Anexo de información sobre cumplimiento de principios	Si	Desde el 3er año
Presentación de estados financieros individuales	Trimestral	Semestral
Información financiera individual anual auditada	Dos últimos ejercicios	Último ejercicio

Fuente: Casafranca (2012)

Elaboración: Erick Castro

En cuanto al monto negociado en el Mercado Alternativo de Valores en el último semestre del año 2016 se evidencia variabilidad teniendo un monto de USD 2.248 miles en julio y terminando el año con un monto negociado de USD 1.167 miles entre instrumentos de deuda y colocación primaria. El año 2016 cerró con un monto negociado por 19.981 miles de dólares (Bolsa de Valores de Lima, 2017).

**Gráfico N° 25 Montos Negociados en Miles de Dólares dentro del Mercado Alternativo de Valores de Perú 2016**



Fuente: Bolsa de Valores de Lima (2017)  
 Elaboración: Erick Castro

Según la Sociedad Nacional de Pymes (2016), en el año 2016 existían alrededor de 800 mil pequeñas y medianas empresas que cumplían con el perfil legal y económico como para poder obtener financiamiento por medio del Mercado Alternativo de Valores. Sin embargo, es necesario que los empresarios tengan mayor confianza en este espacio y que se animen a emitir valores para de esta manera obtener financiamiento tanto en el corto como en el largo plazo.

### ***Caso España***

En España existe el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) el cual está dirigido hacia empresas de reducida capitalización, autorizado por el Gobierno español y bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El MAB está operado por el grupo Bolsas y Mercado de España quienes cuentan con siete unidades de negocio que son: renta fija; renta variable; compensación y liquidación; derivados; consultoría; nuevas tecnologías y formación (Bolsas y Mercados Españoles, 2017).

Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores (2013), los años 2002 al 2006 la inversión se volvió un eje importante para el desarrollo empresarial e institucional especialmente para quienes tenían un patrimonio elevado. Esto se debió a que existió un aumento en la liquidez y menos aversión al riesgo por parte de los inversores. A nivel macroeconómico, la economía de España creció en 3,9%, el índice de precios al consumidor evidenciaba tendencia decreciente, incremento en exportaciones, aumento en la demanda interna, entre otros.

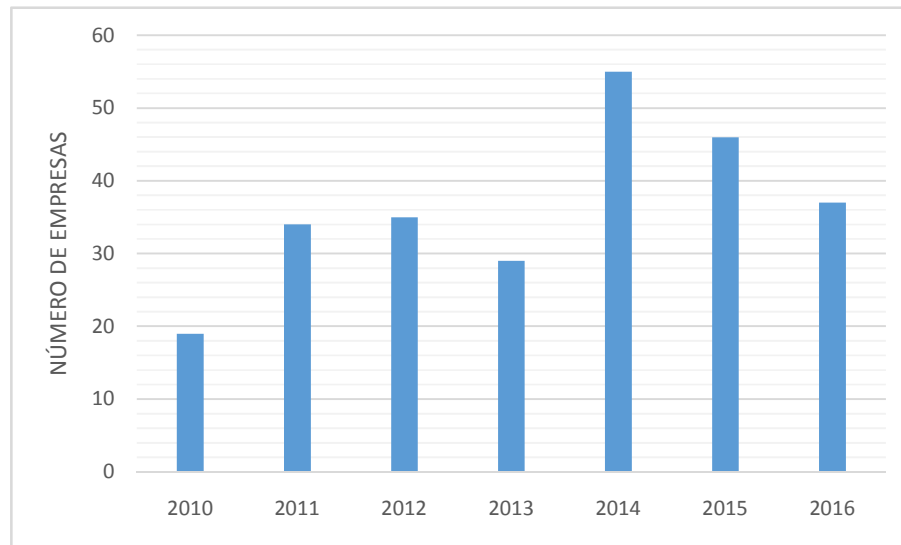
Ante el panorama económico en el que se desenvolvía España, el Gobierno de turno autorizó la creación de un espacio de negociación de acciones y otros valores (sistematizado) para sociedades de inversión de capital variable. Dicho sistema toma el nombre de Mercado Alternativo Bursátil (MAB) el cual comienza su funcionamiento el 29 de mayo de 2006 con la participación de 2348 sociedades de inversión privadas y otras empresas y entidades participantes (Mercado Alternativo de Valores, 2017).

El marco normativo que ampara a este mercado es la Ley del Mercado de Valores, aprobada el 28 de julio de 1988 la cual tenía como principio la libertad de emisión sin necesidades de autorización previa, exceptuando a “otros sistemas de negociación” entendidos como sistemas multilaterales de negociación. La ley dentro de su artículo 118, consideraba un sistema multilateral a “todo sistema operado por una empresa operado por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras”.

Cabe señalar que la Ley emitida en 1988, se ha ido adecuando a las necesidades y entornos económicos, como por ejemplo, la Ley 47/2007 del 19 de diciembre del 2007 fue elaborada con el fin de dar forma al mercado de valores y adecuarlo al sistema de la Unión Europea con la modificación de varios títulos de la Ley. Dentro de las modificaciones que se pueden precisar dentro de la ley, resaltan temas como requisitos y procedimientos para la inclusión o exclusión del Mercado Alternativo de Valores, información requerida para las empresas en expansión que estén dentro de este mercado, miembros y entidades que participan dentro del Mercado.

Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores (2013:61) en su informe anual sobre los mercados de valores y su actuación, los efectos destacables de implementar este mercado alternativo para el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas fueron: el aumento en la participación dentro del mercado de valores por parte de las empresas, registrando a finales del 2012 un total de 3066 empresas; la capitalización bursátil aumento en un 30,7% del año 2010 al 2012. En lo que se refiere al beneficio obtenido por las pequeñas y medianas empresas, se demuestra que existió profesionalización en su gestión, mejoraron la imagen empresarial debido a que al ingresar a este mercado los clientes y proveedores obtuvieron un amplio conocimiento de las empresas participantes y además, mejoraron su gestión de transparencia y calidad.

**Gráfico N° 26 Número de Empresas que se han financiado a través del Mercado Alternativo Bursátil**



Fuente: Informe de auditoría, cuentas anuales auditadas (individuales y consolidadas), informe de gestión y memoria anual – Financiación.

Elaboración: Erick Castro

Cabe señalar que el Gobierno español tuvo un gran protagonismo en la consecución de la expansión y crecimiento de las pequeñas y medianas empresas a raíz de que autoriza la creación del mercado alternativo. Con la creación del Mercado Alternativo Bursátil, se busca obtener mayores niveles de transparencia y así seguir fomentando en su totalidad al mercado de valores, es decir, mejorar la calidad de institucionalidad empresarial, controles por parte de entidades rectoras y exigencias a las empresas auditoras (Mendiola, Aguirre , Alatrística , Levano, & Vera , 2015).

### ***Caso Inglaterra***

En Inglaterra existe un espacio de negociación y financiamiento, enfocado a las pequeñas y medianas empresas para que ingresen dentro del mercado de valores. Este mercado se denomina “mercado de inversión alternativo” (Alternative Investment Market – AIM), el cual cuenta con un sistema de regulación flexible en comparación al mercado principal. El AIM pertenece a la Bolsa de Valores de Londres (London Stock Exchange – LSE) como submercado.

Este mercado fue creado en junio de 1995 por London Stock Exchange, con el principal objetivo de brindar una alternativa de financiamiento y crecimiento para las pequeñas y medianas empresas a través del mercado de valores, tratando de que estas empresas aumenten su nivel de capital. El Mercado de Inversión Alternativo reemplazó al mercado de valores no listados denominado Unlisted Securities Market el mismo que era encargado de brindar el espacio a las pequeñas empresas para que puedan ingresar dentro del mercado mayor. Este mercado fue fallido a raíz de una crisis económica

interna donde existió aumento en las tasas de interés y recesión económica en Reino Unido (Arcot, Black, & Owen, 2007).

El Mercado de Inversión Alternativo permite que las empresas integrantes tengan la posibilidad de acceder a la mayor base de capitales a nivel mundial, direccionadas únicamente para pequeñas y medianas empresas. Su atractivo económico y financiero ha sido de gran importancia que ha conseguido dinamizar a un importante número de sectores internos, y ha llegado a constituirse como un mercado internacional ya que cuenta con empresas de países tales como India, Alemania, Suecia, China, Italia, Estados Unidos, Australia, y demás países a nivel mundial. La reputación obtenida por este mercado se debe a sus reglas justas que se enfocan a las necesidades de las empresas que se encuentran en crecimiento donde se brinda ambiente rentable y acceso a mercados públicos con el fin de financiar su crecimiento (Mendiola, Aguirre , Alatrística , Levano, & Vera , 2015).

Según la Guía Principal del Mercado de Capitales del AIM (2016), los requerimientos para el ingreso están dirigidos específicamente para empresas pequeñas y en desarrollo. Por ejemplo, no es necesario que la empresa participante evidencie antecedentes de emisiones; no se exige un mínimo de capitalización para medir el tamaño de la empresa; no se requiere mínimos en la colocación de acciones, número de trabajadores o monto de facturación. Las reglas dentro del mercado están claramente establecidas y mencionan entre otras, que las acciones admitidas tienen que estar libre de restricciones para su transferencia, los valores tienen que tener la facultad de ser comercializados vía electrónica, las empresas participantes deben tener un bróker y un asesor de inversión durante toda su permanencia en el mercado.

A su vez existen reglas para determinados casos particulares. Para las sociedades de inversión es necesario que ofrezcan al mercado un mínimo de £3 millones el momento que son admitidos dentro del mercado. Las empresas de determinados sectores también se deben acoger a reglas específicas. Por ejemplo, empresas del sector minero o de recursos naturales deben prepara un informe donde muestren el cumplimiento con las notas para las compañías de minería, petróleo y gas dictaminadas por London Stock Exchange.

**Tabla N° 13 Principales características del Alternative Investment Market**

<b>Características</b>	<b>Detalle</b>
<b>Fecha de Inicio</b>	19 de junio de 1995
<b>Naturaleza del Mercado</b>	Mercado no reglamentado, regulado por LSE
<b>Tipos de Empresas</b>	Petites et Moyennes Entreprises (PME), equivalente a pequeña y mediana empresa, y Purchasing Managers Index (PMI), indicador europeo que mide el estado de la economía con respecto de diversos sectores, de todo tamaño y de todos los sectores
<b>Sectores más representados</b>	Finanzas, industrias y servicios
<b>Operaciones para el ingreso</b>	Oferta pública u oferta privada
<b>Difusión mínima de títulos al público</b>	No hay mínimo salvo al menos £3 millones para las sociedades de inversión

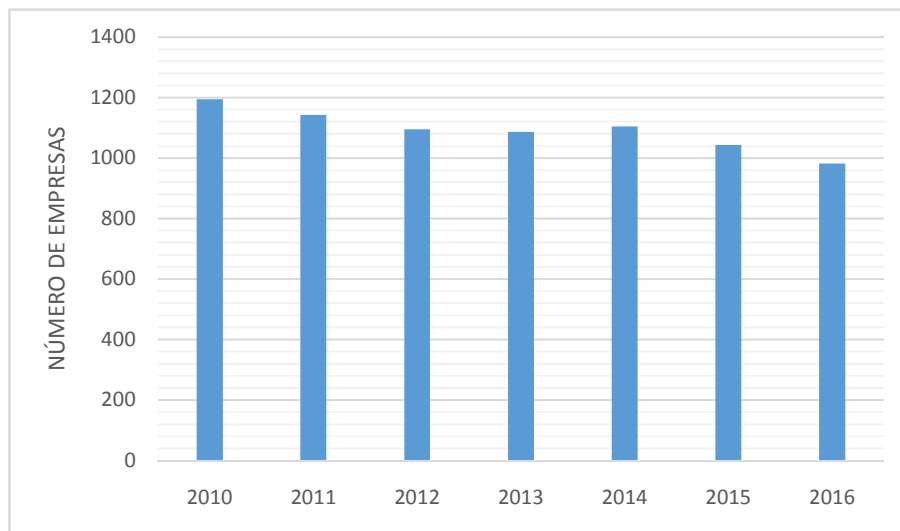
<b>Especialista obligado para el ingreso al AIM</b>	Asesor de inversión designado y bróker
<b>Capitalización bursátil</b>	Ningún mínimo exigido
<b>Estados financieros históricos</b>	No exigible
<b>Sanciones al incumplimiento de las reglas del mercado</b>	Multa, suspensión, publicación de la sanción aplicada y los hechos sancionados, sanciones penales por abuso de mercado

Fuente: London Stock Exchange (2016)  
 Elaboración: Erick Castro

Los principales efectos que ha tenido la implementación del Mercado de Inversión Alternativo han sido a gran escala debido al importante crecimiento evidenciado, el cual ha sido un punto de comparación para mercados desarrollados como National Association of Securities Dealers Automated Quotation (Nasdaq) y la New York Stock Exchange (NYSE). Sin embargo, según Mendoza (2008) este mercado no es del todo perfecto debido a que los inversionistas son de fácil convencimiento y manipulación, esto debido a las pocas exigencias de información y estándares de gobierno corporativo.

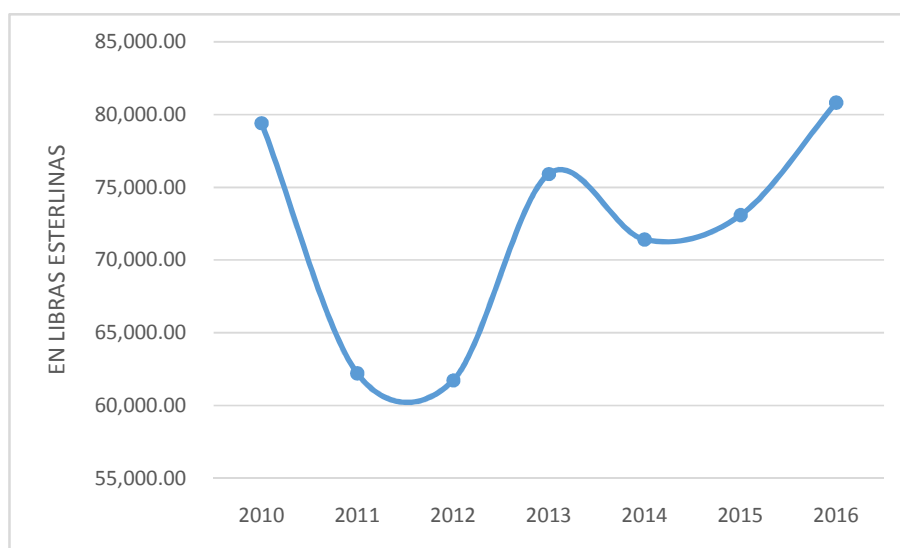
No obstante, las evidencias del mercado ratifican el hecho de que el desenvolvimiento del mismo ha sido beneficioso tanto para las economías como para las empresas que deciden financiarse en este espacio. El volumen de oferta pública inicial (Initial Public Offering – IPO), el número de empresas participantes en el mercado y la emisión de acciones ha crecido a ritmos exponenciales. El éxito obtenido se debe al acceso rápido y de bajo costo al capital público para las empresas en crecimiento y para las pequeñas empresas (Mendoza , 2008).

**Gráfico N° 27 Número de Empresas del Mercado dentro del AIM**



Fuente: London Stock Exchange (2017)  
 Elaboración: Erick Castro

**Gráfico N° 28 Valor de Mercado AIM**



Fuente: London Stock Exchange (2017)

Elaboración: Erick Castro

Al hablar de mercados y regulación, es indispensable tomar en cuenta el papel que desempeña el Estado para controlar y permitir la fluidez del mercado. En el caso del Mercado de Inversión Alternativo, las empresas que son participes, deben cumplir con los requisitos establecidos por Reino Unido en lo que se refiere a ofertas de valores y la Ley de Servicios y Mercados Financieros (The Financial Services and Markets Act) donde se menciona aspectos concernientes a las restricciones a las promociones financieras (Mendiola, Aguirre , Alatrística , Levano, & Vera , 2015).

Más específicamente, los objetivos que tiene esta ley son: conservar la confianza en el sistema financiero incluyendo los mercados bursátiles y mercados financieros; promover el conocimiento del sistema financiero, sus beneficios, riesgos en inversiones, información y asesoría; proteger al consumidor de los riesgos asociados a inversiones o transacciones o falsa información; bajar los niveles de crímenes financieros, fraude, falta de honradez, mala conducta financiera o mal uso de información (Financial Services and Markets Act, 2000).

## ***Caso Chile***

En Chile el mercado que destaca por el enfoque que ha dado hacia las pequeñas y medianas empresas es el Mercado de Empresas Emergentes o también conocido como Mercado de Acciones para Empresas Emergentes, el cual es parte de Bolsa de Comercio de Santiago, regulado por la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Este mercado permite a las empresas jóvenes o recién constituidas ingresar al mercado de valores para obtener financiamiento dirigido a un plan de negocios o para proyectos innovadores (Bolsa de Comercio de Santiago, 2017).

El Estado chileno, para enfrentar las nuevas necesidades económicas que se presentan a nivel mundial y en un contexto de globalización, decide desarrollar medidas establecidas en la Primera Reforma al Mercado de Capitales en abril del 2001. Dicha reforma contenía quince medidas, y entre ellas se establecía la creación del nuevo Mercado de Acciones para Empresas Emergentes, orientado primordialmente a títulos de renta variable, creado con el fin de brindar una nueva alternativa de financiamiento a empresas que no tenían el tamaño de las empresas que participan en el mercado tradicional. El financiamiento por este medio, permite al inversionista obtener un beneficio tributario (Contreras, Méndez, & Moscoso, 2005).

La Superintendencia de Valores y Seguros de Chile establece el marco normativo al mercado, mediante la ley y normas dirigidas al mismo. Dentro de las principales se encuentran:

- Manual de Operaciones del Mercado de Acciones de Empresas Emergentes de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Se mencionan normas generales e instrucciones que direccionan al mercado.
- Norma General 118 de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Menciona las reglas para la inscripción de empresas en el registro de valores, difusión, colocación y obligaciones de información.
- Ley 19768. Menciona aspectos tributarios y flexibilización en el mecanismo de ahorro voluntario.

Por otra parte, las condiciones que deben cumplir las empresas para poder ser pertenecientes o registrarse al Mercado de Empresas Emergentes, se mencionan en el Manual de Operaciones del Mercado de Acciones de Empresas Emergentes (2001):

- Presentar solicitud de inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros.
- Presentar una copia de contratos con un sponsor y un market maker donde se describan los derechos, obligaciones y términos económicos establecidos entre ambas partes.
- Ejecutar el aumento de capital de al menos el 10% de las acciones emitidas.

Las funciones correspondientes al market maker y al sponsor, son fundamentales para el correcto desempeño de las empresas. El market maker es el encargado de cuidar que los títulos de las empresas que se encuentran en lista dentro de este mercado, cuenten con la liquidez suficiente y para ello deben ingresar dentro del horario de negociación para la compra y venta del instrumento en el que se participa. Esta entidad debe ser corredor de la Bolsa de Comercio de Santiago (Bolsa de Comercio de Santiago/ Bolsa de Valores, 2001).

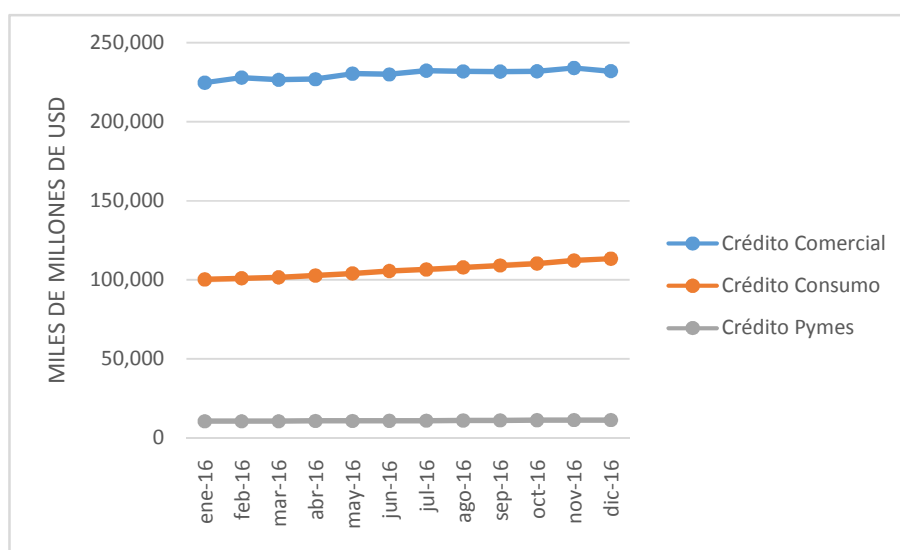
La entidad encargada de relacionar a la empresa con el mercado es el sponsor. Es la encargada de direccionar la elaboración de informes para la inscripción en el Registro de Valores de la SVS, la inscripción en la bolsa y de que las normas establecidas se cumplan. Son conocidas también, por realizar las actividades semejantes a un corredor de bolsa, sociedades dedicadas a actividades de consultoría o asesoría financiera. Tanto las actividades de un market maker como el sponsor las puede cumplir una sola entidad de forma simultánea (Bolsa de Comercio de Santiago/ Bolsa de Valores, 2001).

A pesar de las facilidades y privilegios que se tiene dentro de este mercado para las empresas en desarrollo, muchos autores y personajes involucrados en el tema, coinciden en que este mercado no ha podido despegar como se quisiera. Según Patricio Cortés, catedrático de ESE Bussines School Universidad de los Andes y director del Centro de Emprendimiento, “el diseño que tiene esta bolsa no comprende los intereses de los inversionistas. [...] Ello porque las compañías emergentes en Chile no tienen el tamaño suficiente como para conseguir financiamiento” (Soza, 2006).

## Caso Colombia

El mercado característico, y ejemplar dentro de América Latina para las pequeñas empresas, se encuentra en Colombia y se llama “Segundo Mercado”, creado en 1995 regulado por la Superintendencia Financiera de Colombia. Este mercado abre el camino para el financiamiento de las empresas del segmento pequeñas y medianas para que tengan la oportunidad de crecer. Hay que destacar que el mercado financiero colombiano brinda la oportunidad a inversionistas y empresas de encontrar excedentes de liquides así como distintos instrumentos de financiación, sin embargo, el crédito bancario es un problema en cuanto al acceso para las pequeñas y medianas empresas (Franco Castilla, 2013).

**Gráfico N° 29 Cartera de Créditos Bruta por Segmento 2016**



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia  
Elaboración: Erick Castro

Como se muestra gráficamente, el acceso al crédito para las Pymes es el de menor significancia. El Colombia los créditos comerciales y de consumo son los que tienen mayor acceso. Si bien, la evolución del crédito ha sido positiva, no se ha incentivado el acceso al crédito microproductivo dirigido hacia las pequeñas y medianas empresas y por ello, estas empresas buscan diferentes

alternativas para su financiamiento donde predomina el uso de recursos propios para el financiamiento y aumento de capital empresarial.

Ante esta situación, es necesario la búsqueda de alguna alternativa de financiamiento, que se impulsada y evolucione en favor de estas empresas. Por ello, (Franco Castilla, 2013, pág. 16) expresa:

La apertura de una nueva fuente de financiamiento de capital de trabajo (un segundo mercado), a empresas de tamaño pequeño y mediano representa un beneficio en dos aspectos fundamentales para una economía en crecimiento como la colombiana: por un lado, el hecho de dar un paso adelante en el desarrollo de una cultura de capital de riesgo donde los más beneficiados serían los emprendedores al poder encontrar diversidad de caminos para financiar sus proyectos productivos; de otro lado, el ingreso de competencia sana para los mecanismos de financiamiento privados donde, por simple ley de oferta y demanda, se esperaría que conduzca a una disminución en las tasas de endeudamiento ofrecidas al mercado. De igual forma, dada la naturaleza del mercado de capitales, se daría una mayor transparencia por parte de las empresas cotizantes como consecuencia de volver público su mecanismo de fondeo.

Las normas administrativas validadas por decretos del gobierno colombiano, son las que respaldan el funcionamiento del segundo mercado. Con la Resolución 400 de 1995 nace este mercado, emitida por en esa entonces la Superintendencia de Valores que actualmente es la Superintendencia Financiera de Colombia. Legalmente, el segundo mercado se refiere a las “negociaciones donde únicamente pueden comprar y vender valores inversionistas calificados” y como inversionista calificado se entiende como aquel inversionista o profesional que tenga un patrimonio igual o superior a diez mil salarios mínimos mensuales legales vigentes y cumpla además con las condiciones establecidas (Bolsa de Valores de Colombia, 2008).

En lo que respecta a la negociación de títulos dentro de este mercado, se debe cumplir el siguiente procedimiento:

1. Inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) mediante Superintendencia Financiera de Colombia.
2. En el Depósito Centralizado de Valores S.A. (Deceval), se debe depositar los respectivos valores.
3. Por último, se debe inscribir ante la Bolsa de Valores de Colombia.

Por último, el artículo 1.4.0.8 de la Resolución 400 establece parámetros para la inscripción de títulos valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores los mismos que no son tan estrictos como los que se menciona en el artículo 1.1.2.3 que son los dirigidos a la negociación de títulos valores en el mercado principal. Los documentos que deberán presentarse ante la Superintendencia Financiera de Colombia son los siguientes:

- Certificado de constancia del cumplimiento de los requisitos legales para realizar emisión de valores, mismo que será emitida por el revisor fiscal o representante legal de aquellas entidades que no cuenten con revisor fiscal.
- Formulario de inscripción para el segundo mercado.
- Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora.

- Modelo del representativo valor o facsímil, donde se evidencia que únicamente dicho valor solo puede ser adquirido por los inversionistas autorizados (Alba & Remolina, 2010: 327).

A continuación se muestra una tabla comparativa que muestra las principales características y diferencias que existen entre el mercado principal y segundo mercado de Colombia.

**Tabla N° 14 Principales Características y Diferencias del Mercado Principal y Segundo Mercado de Colombia**

<b>Concepto</b>	<b>Mercado Principal</b>	<b>Segundo Mercado</b>
<b>Tiempo de respuesta de la SFC a la solicitud</b>	30 días hábiles	10 días hábiles
<b>Costo de inscripción en el RNVE</b>	0.08 por mil del patrimonio del emisor	0.04 por mil del patrimonio del emisor
<b>Derecho de oferta pública</b>	0.35 por mil del monto total de la emisión	No se cobra derechos de oferta pública
<b>Monto mínimo de 2000 salarios mínimos legales mensuales para la emisión de bonos y papeles comerciales</b>	Si	No
<b>Representante de tenedores de bonos</b>	Si	No
<b>Implementación de mecanismos de cobertura y apoyo crediticio en titularización de activos</b>	Si	No

Fuente: Campos *et al.*, 2014: anexo 8

Elaboración: Erick Castro

En general, lo que permite el segundo mercado a comparación del mercado principal de Colombia es el fácil acceso y estabilidad de las empresas dentro del mercado de valores, esto gracias a los requisitos que son menos exigentes de los solicitados en el mercado principal. Además, a las características ya mencionadas se suman varias ventajas como: disminución de deudas y vulnerabilidad financiera de las empresas al incursionar en un mercado alternativo al bancario; diversificación del riesgo, consecución de liquidez y colocación de excedentes en diferentes títulos valores; acceso a la oferta y demanda de varios productos con características diferente en riesgo, plazo, rendimiento con el fin de que el inversionista elija la opción favorable para conseguir el financiamiento deseado; obtención de recursos financieros a menor costo; mejora en la imagen corporativa debido a la promulgación de información favorable para la atracción de inversionistas (Alba & Remolina, 2010: 342-343).

Es importante señalar que, así como en los países mencionados donde la experiencia para brindar un acceso dentro del mercado de valores a empresas nacientes o de capital bajo, ha sido favorable o se ha tomado en cuenta, hay países donde el mercado de valores no promueve o brinda la oportunidad mediante diferentes facilidades a empresas pequeñas. Por ejemplo, países como El Salvador, Honduras

o Nicaragua no cuentan con un mercado alternativo para el financiamiento de Pymes debido a la estructura y normas del mercado de valores de cada país.

El mercado de valores en El Salvador no ha desarrollado requisitos específicamente para las pequeñas y medianas empresas. La normativa establecida dentro de la Ley del Mercado de Valores, rige y es aplicable para cualquier tipo de emisor. De manera semejante, en Honduras no existe facilidad para las Pymes o algún mercado con menores requisitos, no obstante, estas empresas de poco capital pueden obtener beneficios de financiamiento cuando cierta institución financiera, inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores emita títulos valor cuyo destino de fondos captados sean utilizados para el financiamiento de actividades productivas. Y por último, el caso de Nicaragua no es distinto del caso de El Salvador ya que las normas del mercado de valores salvadoreño están establecidas para los emisores y participantes en general sin ninguna distinción para pequeñas y medianas empresas (Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 2017).

### ***Propuesta de lineamientos y gestión de financiamiento en el mercado de valores ecuatoriano***

Ante el constante cambio en las diferentes situaciones económicas de los países, es necesario brindar a los actores claves del crecimiento y dinamismo económico, considerados como los “motores de la economía”, (refiriéndonos específicamente a las empresas) alternativas de financiamiento, ya que ello permitirá a las empresas consolidarse y crecer de forma sostenible en el largo plazo. El sector empresarial de las pequeñas y medianas empresas dentro del Ecuador, ha sido un punto importante en el desarrollo económico y social del país, pues como se ha evidenciado, es uno de los sectores que más plazas de trabajo brinda y a su vez, contribuye con la generación de ingresos, aumento de la demanda y oferta interna y con la constante circulación del flujo económico.

Las necesidades de financiamiento de este sector empresarial, son puntos importantes a desarrollar por entidades tanto del sector público como del sector privado para de este modo conseguir que las Pymes puedan cubrir sus necesidades económicas acorde a las características que presentan. La posibilidad de que las pequeñas y medianas empresas accedan al mercado de valores produciría un dinamismo competitivo ante el financiamiento tradicional bancario.

En Ecuador, a pesar de que el mercado de valores ha creado un espacio de financiamiento acorde a las necesidades de las pequeñas y medianas empresas, no ha sido tan notable el acceso empresarial a este espacio. Esto se puede atribuir al desconocimiento empresarial a esta alternativa de financiamiento, los posibles costos económicos directos o indirectos que se podrían generar y un obstáculo que ha estado constantemente presente, la carga regulatoria y requisitos de información solicitados a las empresas. No obstante, muchas empresas no acogen estas medidas como un fin beneficioso, y esto se podría cambiar si las empresas manejaran sus procedimientos en la gestión de transparencia y control de información.

Con lo anteriormente explicado y mencionado, a continuación se presenta una tabla consolidada con ciertas propuestas y lineamientos que podrían acogerse para mejorar el desempeño del mercado de valores ecuatoriano en cuanto al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas. Cada propuesta va acompañada de su respectiva justificación objetivo y el beneficio esperado. Cabe señalar que cada propuesta surge del estudio de los diferentes casos en los países tratados en el presente capítulo.

**Tabla N° 15 Propuestas de Lineamientos y Gestión en el Mercado de Valores Ecuatoriano**

<b>Propuesta</b>	<b>Justificación</b>	<b>Objetivos</b>	<b>Beneficio Esperado</b>
Generar al menos un informe de riesgo por parte de las empresas participantes	Con ello se generaría mayor atracción a inversionistas “grandes” del sector público y privado	Reducir la desconfianza por parte de inversionistas y la asimetría en la información	Alcanzar mayor participación en el mercado de valores y atraer inversión
Realizar publicidad en espacios públicos y electrónicos del mercado de valores ecuatoriano	Se obtendría un cambio de cultura en cuanto al financiamiento no solo empresarial sino personal al encontrar una fuente de financiamiento alternativa al sistema bancario	Desarrollar un espacio alternativo de financiamiento e inversión al sistema bancario mediante el conocimiento del mercado de valores por medio de espacios públicos (estadios, centros comerciales, etc.) y medios electrónicos	Avance y desarrollo del mercado de valores ecuatoriano, contando con mayor número de participantes de todos los sectores
Formar un Gobierno Corporativo	A raíz de la experiencia en Perú, un Gobierno Corporativo generaría mayor confianza a los participantes del mercado	Fomentar un espacio de mediación por medio del Gobierno Corporativo entre las empresas, inversionistas y mercado con el fin de transparentar la información y obtener beneficios globales	Mejorar el dinamismo de financiamiento, inversión y posibles riesgos, aumentando de este modo la demanda de instrumentos financieros
Contar con asesores especializados y registrados dentro del mercado de valores para las pequeñas y medianas empresas	De la experiencia internacional en España e Inglaterra, un asesor especializado contribuye a que las pequeñas y medianas empresas cumplan con sus objetivos de financiamiento así como con sus obligaciones y responsabilidades	Mitigar los posibles riesgos, especialmente el “riesgo moral” y de esta manera contribuir con la fluidez en el proceso de inversión y financiación	Aumentar los grados de confianza al mercado y viabilizar los procesos de inversión y financiamiento
Fondos de Inversión en el mercado de	Si bien, dentro de la regulación vigente <sup>9</sup> se	Crear medios de inversión	Diversificación y control del riesgo por

<sup>9</sup> Ley del Mercado de Valores, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero.

valores ecuatoriano para Pymes	contempla la creación de fondos orientados al financiamiento de las Pymes, es necesaria la creación de iniciativas específicas dirigidas a proveer de recursos económicos para este sector	especializados mediante la reunión de recursos económicos de diferentes inversionistas y de este modo, generar mayor participación tanto en las empresas como en el mercado	medio del direccionamiento de recursos hacia las Pymes, quienes son empresas con enfoque de crecimiento y desarrollo
--------------------------------	--	---	--

Fuente: Investigación Directa  
Elaboración: Erick Castro

Netamente en lo que concierne al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas, al conocer los beneficios que se puede obtener, y al tomar en consideración las propuestas planteadas dentro del mercado de valores, estas empresas podrían generar una cartera de inversión considerable dentro del mercado. Se podría destinar cierto porcentaje de los recursos económicos con los que cuentan hacia esta cartera de inversión bursátil. De este modo, las empresas contarían con otra alternativa y fuente de financiamiento que ofrece rendimientos positivos tanto en el corto como en el largo plazo.

## *Conclusiones*

A raíz de la investigación realizada se pudo evidenciar que con el auge económico que el país vivió en los años setenta, la necesidad de fortalecer los espacios de negociación y financiamiento, forjaron el inicio del comercio de valores, debido a que empresas nacientes necesitaban encontrar fuentes de financiamiento y, empresas que ya estaban constituidas, buscaban colocar sus excedentes en espacios rentables. La última década vivida en Ecuador, tuvo un contexto muy similar a los años setenta, donde el petróleo, principal producto de exportación alcanzó los USD 117,00 en 2008. Sin embargo, los hacedores de política no tomaron en cuenta lineamientos necesarios como los establecidos en los años setenta en pro del incentivo y participación de personas y empresas dentro del mercado de valores.

Para diciembre de 2016, el número total de emisiones dentro del mercado de valores ecuatoriano fue de 391. Del total, 36 son pertenecientes al sector financiero, 100 son fideicomisos y titularizaciones, 136 son grandes empresas y 119 son pequeñas y medianas empresas. En Ecuador, según la Superintendencia de Compañías (2017), más de 50.000 empresas están legalmente constituidas, sin embargo, menos del 0,5% se financian a través del mercado de valores en el Ecuador. Así mismo en el año 2016, el mercado de valores ecuatoriano generó USD 8.000 millones negociados, representando cerca del 8% del Producto Interno Bruto, que en comparación a 1993, año en que comenzó a regir la primer Ley del Mercado de Valores los montos negociados alcanzaron el 5% del PIB.

El mercado de valores ecuatoriano se creó con la finalidad ser una herramienta para que los actores pertenecientes a la sociedad encuentren recursos que les permitan financiar sus proyectos o diferentes actividades económicas. En Ecuador este objetivo no se ha cumplido en su totalidad ya que como se evidencia en la investigación, las empresas que se benefician de este mercado son empresas con un patrimonio establecido y sus niveles de ventas superan los 3 millones de ventas mensuales. A ello se suma que, del monto total negociado en los últimos años, el sector que se ha beneficiado ha sido el sector público, con alrededor de USD 4.500 millones de los USD 8.000 millones generados en 2016 al PIB correspondientes a bonos de deuda interna o diferentes emisiones de documentos realizadas por el Estado.

Desde la primera emisión de ley para el mercado de valores ecuatoriano, los principales actores beneficiados y amparados por los artículos establecidos en la misma fueron las grandes empresas. Sin embargo, un año después de la creación de la Ley de Mercado de Valores se establece el espacio para las pequeñas y medianas empresas denominado Registro de Valores no Inscritos (REVNI), todo con el fin de promover y motivar la participación a empresas nacientes dentro del territorio ecuatoriano. Dentro del REVNI, el título valor más utilizado para el financiamiento empresarial de este segmento fueron los pagarés empresariales. Para el año 2009 se propuso por parte de las autoridades el Proyecto de Ley de Mercado de Valores, donde el Título X, Capítulo II contempla el espacio único para negociación de PYMES, el Registro Especial Bursátil. Finalmente, para el año 2014 se aprueba la “Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil” donde se trazan los lineamientos en cuanto a montos máximos y mínimos de negociación, y varios privilegios en cuanto a excepciones como calificación de riesgos y beneficios en impuestos para las pequeñas y medianas empresas que decidan financiarse mediante este espacio bursátil.

Después de realizar el análisis en cuanto a las preferencias de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas, se evidenció que este segmento empresarial prefiere financiarse en primer lugar mediante una entidad financiera privada; en segundo lugar prefieren el financiamiento mediante una institución pública; en tercer lugar prefieren el financiamiento de otras fuentes que no exijan garantías y por último prefieren el financiamiento mediante instituciones no reguladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

Para el año 2016, el total de volumen de créditos otorgados por el Sistema Financiero Nacional, sumó un total de USD 2659, 4 millones, de los cuales USD 8,4 millones fueron destinados al segmento Productivo Pymes y USD 116,0 millones fueron destinados al segmento Comercial Prioritario Pymes, lo que quiere decir que las PYMES que registren ventas anuales superiores a USD 100,000.00 y hasta USD 1.000,000.00 pedían créditos destinados a la adquisición de bienes y servicios para actividades productivas y comerciales excluidas del tipo de crédito comercial ordinario y, especialmente para capital de trabajo productivo.

Al realizar la comparativa del financiamiento de una PYME a través de una entidad financiera privada y el mercado de valores ecuatoriano, se obtuvo que la mejor opción en cuanto a costos es la del mercado de valores ya que el costo de financiamiento por medio de una emisión de pagarés (título valor más usado por las pymes) es menor en 7,29 puntos porcentuales debido a las condiciones que le mercado de valores ofrece a las pequeñas y medianas empresas dentro de su registro especial bursátil. Aun considerando los respectivos costos y gastos en los que ya se incurren en la emisión dentro del mercado formal de valores, donde se consideran los costos por calificación de riesgo, estructuración financiera y legal, colocación y otros, el porcentaje del costo seguiría siendo menor debido a que el mayor porcentaje de estos costos es del 10% con respecto a la emisión. Cabe recalcar que los costos de emisión pueden variar dependiendo del título valor que se escoja para financiarse, todo depende de la necesidad de la empresa, según la estructura de su balance.

Del estudio realizado sobre las experiencias internacionales del financiamiento de las pequeñas y medianas empresas, se tomaron países pioneros en el establecimiento de un espacio especial para las PYMES dentro de cada uno de sus mercados de valores como es el caso de Inglaterra y España con el Alternative Investment Market y el Mercado Alternativo Bursátil. El caso Inglés es de gran ejemplo para los demás mercados de valores internacionales debido a que el espacio destinado para las empresas nacientes ha sido de gran atracción para empresas no solo de Inglaterra, sino también de empresas a nivel mundial. Además de los países mencionados, se realizó el estudio de los países vecinos Perú y Colombia, así como también el caso chileno. Estos países también cuentan con espacios destinados únicamente para empresas medianas y pequeñas. Cabe recalcar que los estándares de empresa pequeña o mediana difieren con los estándares ecuatorianos en cuanto a ventas y nivel de empleo en cada una, sin embargo, cada experiencia pudo enriquecer la investigación ya que de cada caso se extrajo lo positivo para de este modo proponer lineamientos y gestiones dentro del mercado de valores ecuatoriano, cada uno con su objetivo, justificación y beneficio esperado.

## *Recomendaciones*

La investigación realizada ha evidenciado la incidencia del mercado de valores en el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas para que, mediante las diferentes posibilidades que brinda este espacio, las empresas opten por otra opción no común al financiamiento tradicional bancario. Ante los resultados obtenidos, los costos en los que las empresas incurren son menores, sin embargo las empresas no acuden a este espacio por falta de conocimiento, confiabilidad o por los requisitos a los que no se pueden acoger para realizar una emisión de valores. Ante ello se recomienda en primera instancia generar campañas de difusión informativa en cuanto a la factibilidad y beneficios del financiamiento dentro del mercado de valores.

Al dar a conocer que esta posibilidad de financiamiento es factible para las pequeñas y medianas empresas, el impacto que se podría tener si un gran porcentaje de las empresas con estas características decidiera incurrir en el financiamiento bursátil sería positivo, pues ahorrarían costos, mismos que podrían ser invertidos en diferentes actividades propias del giro del negocio. Las mejores condiciones para obtener recursos económicos a las empresas les permite tener un potencial crecimiento, evitando las condiciones a las que se deben enfrentar mediante la solicitud de un crédito bancario. Esto, traducido a un nivel macroeconómico, generaría mayores niveles de empleo, aumento en la oferta de bienes y servicios, demanda interna, consumo y ahorro.

Una de las razones por las que el mercado de valores ecuatoriano no se ha dinamizado como en otros países de Latinoamérica, ha sido la falta de colocación de recursos económicos en los emisores que necesitan de ello, como lo es el caso de las pequeñas y medianas empresas. Los recursos económicos con los que cuenta el mercado de valores, se concentran en ciertas empresas que cuentan con calificaciones de riesgo triple A. Ante ello se recomienda principalmente a los grandes inversionistas, públicos y privados, mayor confianza en las empresas naciente que buscan financiamiento dentro del mercado de valores, para de este modo incentivar a las demás empresas a su participación, y a su vez se recomienda fomentar las inversiones de grandes ahorristas como es el caso de la seguridad social.

Si bien es cierto, la ley establecida para el mercado de valores ecuatoriano ampara un segmento dedicado para las pequeñas y medianas empresas como es el Registro Especial Bursátil, las normas y reglas planteadas aún deben ser refinadas para que las empresas puedan ingresar al mercado de valores. Los requisitos para el ingreso siguen siendo de difícil cumplimiento a comparación de los casos internacionales estudiados en la presente investigación. Mediante una intervención a las normas de la ley, los hacedores política pública podrían beneficiar a las pequeñas y medianas empresas.

La creación de un instrumento de negociación específico para las pequeñas y medianas empresas por parte de las bolsas de valores, generaría un impacto positivo en la dinámica de financiamiento e inversión para estas empresas, pues aun los costos serían menores. De este modo el mercado de valores contaría con un mayor número de participantes y la generación de valor de mercado aumentaría notablemente.

Una de las variables determinantes para las pequeñas y medianas empresas es el tiempo de obtención de los recursos económicos solicitados, por ello se recomienda que, debido al enfoque de la investigación y a la limitación de información en cuanto a tiempos de obtención de recursos financieros por medio de la bolsa de valores y entidades bancarias privadas, para futuras investigaciones y estudios, esta variable sea analizada con mayor profundidad pues es un determinante importante para tomar decisiones económicas.

Finalmente, los hacedores de política deben tener muy en cuenta el mercado de valores como un eje de desarrollo económico. Realizar políticas públicas que motiven a todos y cada uno de los actores de este espacio beneficia a la economía en general. Un tema importante que se debe tratar es la implementación de reformas arancelarias y tributarias, mismas que han desincentivado a la participación de las empresas y personas dentro del mercado de valores ecuatoriano debido a las altas tarifas cobradas, como por ejemplo el impuesto a la utilidad a la venta de acciones o emisiones realizadas. El bajar estos porcentajes o el eliminar este tipo de impuestos, fomentaría el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano.

## ***Referencias Bibliográficas***

- Acosta, A. (2006). *Breve Historia Económica del Ecuador*. Quito: Corporación Editoria Nacional.
- Arcot, S., Black, J., & Owen, G. (2007). *From local to global: The rise of AIM as a stock market for growing companies*. Londres: The London School of Economics and Political Science.
- Ascarelli, T. (1964). *Iniciación al estudio del derecho mercantil*. Barcelona: Bosch.
- Audretsch, D., Thurik, I., Verheul, & Wennekers. (2002). *Entrepreneurship: Determinants and Policies in the new economy*. Boston: Kluwer Academic Publishers.
- Banco Central del Ecuador. (2016). *Evolución del volumen de crédito y tasas de interés del sistema*. Quito: Banco Central del Ecuador.
- Benavente, J., Galetovic, A., & Sanhueza, R. (2005). *La dinámica industrial y la financiación de las pymes*. Fondo de Cultura Económica - Jstore.
- Bolsa de Comercio de Santiago. (30 de Agosto de 2017). *Mercado Emergente*. Obtenido de Bolsa de Comercio de Santiago:  
[https://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Caracteristicas\\_de\\_los\\_Mercados\\_de\\_Empresas\\_Emergentes.pdf](https://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Caracteristicas_de_los_Mercados_de_Empresas_Emergentes.pdf)
- Bolsa de Comercio de Santiago/ Bolsa de Valores. (2001). *Manual de operaciones del Mercado de Acciones de Empresas Emergentes*. Santiago de Chile: Superintendencia de Valores y Seguros.
- Bolsa de Valores de Colombia. (2008). *Guía colombiana del mercado de valores*. Bogotá: Bolsa de Valores de Colombia.
- Bolsa de Valores de Guayaquil. (31 de Diciembre de 2016). *Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros*. Obtenido de Boletín estadístico mensual.
- Bolsa de Valores de Quito. (29 de Marzo de 2017). *Conozca el Mercado de Valores*. Obtenido de Bolsa de Valores de Quito: <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores/>
- Borja Cornejo, D. (2004). *Optar por el presente. Nueva economía para un nuevo país*. Quito: Tramasocial Editorial.
- Borja Gallegos, R. (1995). *La Fiducia o fideicomiso mercantil y la titularización*. Quito: Jurídica del Ecuador.
- Brull, H. (2007). *El mercado de capitales globalizado*. Argentina: Duken.
- Cevallos Vasquez, V. (1998). *Mercado de valores y contratos*. Editorial Jurídica.
- Chisari, O., & Ferro, G. (2009). *Corporate governance: The problems, the current stage of the discussion and a measurement exercise for Argentina*. Buenos Aires: UADE-CONICET.
- Cleri, C. (2007). *El libro de las pymes*. Buenos Aires: Ediciones Granica S.A.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2013). *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación*. Madrid: CNMV.

- Contreras, V., Méndez, S., & Moscoso, A. (2005). *Análisis del marco institucional del financiamiento a la mediana minería en Chile*. Santiago de Chile: Fondo de Fomento al Desarrollo Científico y Tecnológico (Fondef).
- Córdoba Padilla, M. (2015). *Mercado de valores*. Bogotá: Ecoe Ediciones.
- Del Valle, C. (2004). *El mercado colombiano en perspectiva: el por qué y para qué de la reforma*. Bogotá: Supervalores.
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2001). *Financial structure and economic*. Massachusetts: The MIT Press.
- Diamond, D. (1984). *Financial intermediation and delegated monitoring*. Rev. of Econ. Studies.
- Dumrauf, G. (2003). *Finanzas corporativas*. Buenos Aires: Grupo Guía S.A.
- Fama, E. (1970). *Efficient capital markets: A review of a theory and empirical work*. New York: The Journal of Finance.
- Fradique, C. (2003). *Gobierno corporativo en el mercado de valores colombiano*. Bogotá: Cámara de Comercio de Bogotá.
- Franco Castilla, M. (2013). *Segundo mercado para Pymes en Colombia: oportunidades para aprovechar y para crecer*. Bogotá: Colegio de Estudios Superiores de Administración.
- Grinblatt, M., & Titman, S. (2003). *Mercados Financieros y Estrategia Empresarial*. España: McGraw-Hill.
- Hausler, G. D. (2003). *Trends in developing country capital markets around the world”, The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*. Washington: Banco Mundial/Fondo Monetario Internacional (FMI)/Brookings Institution Press.
- Homstrom, & Tirole. (1993). *Market liquidity and performance monitoring*. J. of Political Economy.
- Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores. (2017). *La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica*. Madrid: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV).
- Jaramillo, S. (2003). *Derecho y bolsa de valores*. Medellín : EAFIT.
- Lahoud, D. (2002). *Los principios de las finanzas y los mercados financieros*. Venezuela: Universidad Católica Andrés Bello.
- Lawrence, J. G., & Chad, J. Z. (2012). *Principios de administración financiera*. México: Pearson Education.
- Levine, R. (2002). *Bank based or market based financial systems: Which is better?* Cambridge : NBER Working Paper No. 9138.
- Ley de mercado de valores*. (2008). Quito.
- Ley del Mercado de Valores. (2012). *Registro Oficial*. Quito: Consejo Nacional de Valores.
- Madura, J. (2001). *Mercados e instituciones financieras*. México: Thomson Editores.
- Madura, J. (2003). *Financial market and institutions*. New York: Thompson Mason.
- Martínez, L. (2010). *Mercado de valores*. Santo Domingo: Lamision.

- Mendiola, A., Aguirre, C., Alatrística, Y., Levano, F., & Vera, C. (2015). *El mercado alternativo de valores como mecanismo de financiamiento para la mediana empresa: propuesta normativa de mejora*. Lima: ESAN.
- Mendoza, J. (2008). *Report on the securities regulation in low-tier listing venues: The rise of the Alternative Investment Market*. *Law*, 3(2): 257-328.
- Mercado Alternativo de Valores. (25 de Agosto de 2017). *El concepto del MAB*. Obtenido de Mercado Alternativo de Valores:  
[https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB\\_QueEs.aspx#ss\\_concepto](https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QueEs.aspx#ss_concepto)
- Ministerio de Industrias y Productividad. (2002). *Diagnóstico de la pequeña y mediana industria*. Quito.
- Mishkin, F. S. (2008). *Moneda, banca y mercados financieros*. México: Pearson.
- Modigliani, F., & Miller, M. (Junio de 1965). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. *The American Economic Review*.
- Nicollela, L. (2006). *La emisión de bonos*. Barranquilla: Interbolsa.
- Núñez, P. (2013). *REVNI: Alternativa de financiamiento para pequeñas y medianas empresas (PYMES) en Ecuador*. Quito.
- Palacio Rey, F. (2013). *El rol del mercado de valores y su importancia para la sociedad*. Lima : Bolsa de Valores de Lima.
- Papillón Fernández, F., de la Cuesta González, M., & Ruza y Paz Curbera, C. (2009). *Introducción al sistema financiero*. Madrid: UNED.
- Ramakrishnan, & Thakor. (1984). *Information reliability and a theory of financial intermediation*. *Rev. of Financial Studies*.
- Rodríguez Milián, G. (2015). *Introducción al sistema financiero: especificidades en Cuba*. Cuba: Editorial Universitaria.
- Rosero, L. (2010). *El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: Una aproximación*. Quito: Centro Andino de Acción Popular CAAP.
- Samuelson, P. A. (2003). *Economía*. Buenos Aires: McGraw-Hill.
- San Millán, M. (2014). *La renta fija. Valoración y gestión de carteras de renta fija*. Valladolid: Universidad de Valladolid.
- Sanchis, P., & Ribeiro Soriano, J. R. (1999). *Creación y dirección de pymes*. Madrid: Ediciones Díaz de Santos.
- Soriano Llobera, J. M. (2012). *Economía de la empresa*. Barcelona: Universitat Politècnica de Catalunya.
- Soza, J. C. (27 de Septiembre de 2006). A cinco años de su creación: importantes cuestionamientos a la bolsa emergente. *El Mercurio*.
- Stallings, B. (2006). *Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Stiglitz, J. E. (2006). *El malestar en la globalización*. México: Taurus.

- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (2002). *Credit rationing in markets with imperfect information*. New York: The American Economic Review.
- Superintendencia de Bancos del Ecuador. (2015). *Nuevos segmentos de crédito*. Quito.
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (7 de Abril de 2017). *Boletín Mensual*. Obtenido de <http://www.supercias.gob.ec/portal/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (29 de Mayo de 2017). *Historia del Mercado de Valores*. Obtenido de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros: <http://181.198.3.74:10039/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Informacion/Historia>
- Uquillas, C. (Agosto de 2008). *El modelo económico industrial del Ecuador*. Obtenido de <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/ec/2008/au.htm>
- Verchik, A. (2003). *Mercados de capitales*. Buenos Aires: Ediciones Macchi.

## Anexos

### Evolución Total de Oferta Pública

AUTORIZADAS	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
OBLIGACIONES	291,70	324,95	681,74	436,85	363,15	437,40	227,80
PAPEL COMERCIAL	706,00	464,10	950,80	337,70	278,50	250,40	350,50
ACCIONES	0,15	41,48	2,60	57,64	15,72	37,94	11,57
OPAS	0,00	0,00	0,00	0,00	514,54	0,00	0,00
CERTIFICADOS DE APORTACION	0,00	0,00	0,00	15,00	10,00	0,00	0,00
TITULARIZACIONES	582,84	962,37	374,05	389,30	372,40	63,40	44,00
NOTAS PROMISORIAS	0,00	4,26	3,96	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL</b>	<b>1.580,69</b>	<b>1.797,16</b>	<b>2.013,15</b>	<b>1.236,49</b>	<b>1.554,31</b>	<b>789,14</b>	<b>633,87</b>

### Capitalización Bursátil Vs. PIB

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cap. Bursátil	5.296.195.467	5.946.361.351	5.900.788.217	6.345.334.176	7.300.662.745	6.857.190.776	6.076.891.121
En Millones	5.296,20	5.946,36	5.900,79	6.345,33	7.300,66	6.857,19	6.076,89
PIB en Millones	69.555,4	79.276,7	87.924,5	95.129,7	102.292,3	100.176,8	97.802,2

### Negociación Bursátil por Sector

SECTOR	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PUBLICO	80.302	141.115	90.552	1.939.178	3.893.601	3.375.102	468.525
PRIVADO	216.281	281.451	205.880	1.783.089	3.650.888	1.671.679	107.835

### Negociación Bursátil por Mercado

Mercado	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PRIMARIO	239.232	304.325	236.374	2.926.773	5.418.368	3.972.709	491.644
SECUNDARIO	57.351	118.241	60.058	795.494	2.126.121	1.074.073	84.716

### Pymes registradas en el Mercado de Valores 2016

					ACTIVO	PATRIMONIO	INGRESOS POR VENTA	UTILIDAD
NOMBRE	REGIÓN	CIUDAD	TAMAÑO	CANT. EMPLEADOS	2016	2016	2016	2016
SHAYA ECUADOR S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	120	1357086674	402090042	594212570	118544076
SASETAF S.A.	COSTA	SAMBORONDÓN	MEDIANA	9	154891441	154564140	0	12050627,3
DELLAIR SERVICES S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	2	20678173,3	18956070,2	2695806,4	9396251,15
HIDROSANBARTOLO S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	64	94136049,6	30027860,7	15644497,5	7279718,05

COMPAÑIA AGROCUMBAYA ILALO S.A.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	2	528885,96	5170418,66	416000	4698159,3
EMPACADORA CHAMPMAR SA	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	4	8973170,75	8052584,6	138293,64	4161002,09
NOVODREAMS HOLDING CIA. LTDA.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	1	41230351,6	28285869,9	0	3937504,08
EL ALTO COTOPAXI ELALCO CIA. LTDA.	SIERRA	LATACUNGA	PEQUEÑA	19	6321162,95	3745545,85	40744,85	3876559,34
NORGESPALM S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	2	15086892,5	11914021,7	0	3514614,35
DESARROLLO INDUSTRIAL, COMERCIAL Y ENERGETICO DICOENER S.A. CORPORACION HOLDING	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	2	14549787	10447559,8	0	3286188,47
LIMBOMAR S.A.	COSTA	ELOY ALFARO	MEDIANA	104	15593381,2	8986772,35	11604906,5	3156133,76
EMPRESIVI S.A.	COSTA	SAMBORONDÓN	MEDIANA	1	17560086,9	6916614,15	0	3049235,69
DESINVEST S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	1	26785086,3	26118485,7	0	2920571,38
CCCH CENTRO COMERCIAL LOS CHILLOS S.A.	SIERRA	SANGOLQUÍ	MEDIANA	4	38039493,4	25058543,6	4958857,47	2861731,14
CREDITOS Y CONSTRUCCIONES S.A. (CRECOSA)	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	1	14531142,8	12957655,9	4361294,97	2724817,17
INTERBASA CIA. LTDA.	SIERRA	CAYAMBE	MEDIANA	1	9690336,05	7511836,34	3753878,88	2322426,22
IFCE CIMENTACIONES ECUADOR S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	183	23936988	2240905,9	22887345,09	2225905,9
SAN MIGUEL INDUSTRIAS ECUADOR SANMINDEC S.A.	COSTA	ELOY ALFARO	MEDIANA	105	51448252,1	15867409,6	28422710,87	2220269,68
VIBASA S.A.	COSTA	SAMBORONDÓN	MEDIANA	4	5797588,34	4433880,77	0	2201071,73
CORPORACIÓN ENSAB INDUSTRIA ECUATORIANA ENSAMBE S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	72	35398159,4	2685164,83	38284249,6	2153254,36
ILPONTO S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	2	12702825,5	12684181	0	2098910,51
ARPIM CIA.LTDA.	COSTA	SAMBORONDÓN	MEDIANA	2	18506426,6	18505465,6	0	2009623,52
VALANGO S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	1	11154088,8	3754115,4	244897,91	1990923,47
SOUTHERN ENTERPRISES & INVESTMENTS CO. S. DE R.L.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	1	57989923,6	57338746,2	4705386,16	1884326,04
ORION ENERGY OCANOPB S.A.	SIERRA	CUMBAYÁ	MEDIANA	73	60096481,6	887736,22	28665480	1804951,28
SERESCO, S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	153	3999681,49	1987520,17	5043998,56	1797405,27

LINK MOBILE LINKMBL S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	21	3242008,17	1792553,38	5686780,57	1787607,18
VALLE GRANDE FORESTAL (VALLEYFOREST) S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	2	4008280,34	3481034,2	2360670,63	1781034,2
MEDCROSA S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	2	4795127,24	4563428,13	0	1755344,97
INMOBILIARIA HELVETIA SA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	4	24538105,3	19626132,5	1898872,62	1727739,35
TECNISEGUROS S.A.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	11	7273338,48	2356405,41	17555416,3	1701692,86
PESCALIA S.A.	COSTA	MACHALA	MEDIANA	49	3488782,02	2073306,94	6332601,35	1647578,34
TEXTILES Y ALGODON TEXAL S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	1	7216997,54	7074151,3	840313,04	1629353,16
COPACIGULF S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	12	12177544,9	1925453,16	40618322,02	1621315,64
AGLIPESCA S.A.	COSTA	MACHALA	MEDIANA	49	2995714,76	1867007,33	6346318,43	1615536,25
SERVICIOS Y TALLERES S.A. SERTA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	7	11399755,1	11399744,1	0	1615387,17
COMPAÑÍA ESHECLABRI S.A. CLABRISA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	117	9308515,79	6199347	11306806,6	1550133,96
GINK REGRUB S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	2	3929408,03	1551192,14	0	1549400,25
INVERSIONES GERMANIA SA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	2	9180657,43	9180540,43	0	1506083,81
SHRIMPTECH S.A.	COSTA	MACHALA	MEDIANA	71	3885200,6	3255067,91	7846150,09	1499645,24
TECNOTEMPE S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	105	5560946,77	1727396,06	8908669,7	1491042,32
CONSTRUCCIONES SAI BABA S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	31	13027651,9	5906206,36	3464218,99	1463124,19
CONSORCIO ENLACE SETECIENTOS OCHENTA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	50	23305488,4	1424049,43	12320214	1404219,11
NEW BEVERAGES DE ECUADOR S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	1	23955909,1	23598684,2	0	1353329,45
INVERSIONES SELECTA INSELESA, HOLDING S.A.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	3	12037153,4	4767686,4	0	1319628,39
GRUPO SUDAMERICANO S.A. GRUPOSUD	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	39	3521504,79	3459679,67	3515611,23	1303592,08
ECUATORIANA DE MATRICERIA ECUAMATRIZ CIA LTDA	SIERRA	AMBATO	MEDIANA	151	5466205,02	2751234,44	7002372,44	1296707,97
ASESORIA LEGAL CORPORATIVA ASESORIALECORP S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	2	977163,15	703581,92	36000	1296589,77
ENTRETENIMIENTO DEL PACIFICO S.A. ENTREPASA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	4	4539930,74	2791426,7	13287035,05	1279487,44
SAFETY ENFORCEMENT SEGURIDAD VIAL S.A. SAFENFORVIA	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	31	4658661,11	2294906,49	8471298,25	1277991,91

INMOBILIARIA ALDIJO SA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	2	20071723,2	17101535	1947443,04	1253700,16
ROMERO & PAZMIÑO INGENIERIA INMOBILIARIA S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	26	5911087,12	2562512,16	1907670,73	1214162,01
QC TERMINALES ECUADOR S.A. QCTE	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	22	15757978,8	6306668,67	4360186,11	1197525,78
CYBERNIUS S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	51	2261580,47	1462283,72	5125546,87	1193396,59
ROGMAR S.A.	COSTA	MACHALA	MEDIANA	4	2516755,45	1863513,74	131367,75	1176849,79
CNLC ECUADOR CORPORACION S.A..	SIERRA	QUITO	MEDIANA	42	17526031,3	1721485,29	7933230,8	1155340,48
IMPRITSA S. A.	SIERRA	CUENCA	MEDIANA	12	11317763,3	11087488,4	0	1151755,23
MINDSHARE DEL ECUADOR C. LTDA.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	60	5538636,62	3888649,83	8504493,92	1101490,03
INMOBILIARIA TORREVIEJA S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	4	12260312,4	6580492,7	1961213,91	1099008,51
CAMARONERA DELI S A	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	83	5423535,13	2053747,05	10437182,6	1089021,33
CAMARONERA ESCALANTE SA	COSTA	SAMBORONDÓN	MEDIANA	38	5017933,98	3421553,32	5660748,74	1074100,43
IMPREDI SA	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	2	4815600,11	3949101,89	0	1071237,81
LOGIMIN S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	45	4502711,08	1361583,82	5153215,6	1068433,82
EQUIVIA S.A.	COSTA	LA LIBERTAD	PEQUEÑA	1	7466638,1	5415494,57	0	1062385,69
ASERTEC S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	118	4939501,38	2722124,61	7689007,19	1048225,88
FUTBOL FACTORY FUTFACT CIA. LTDA.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	2	2685745,12	2321031,8	1620214,18	1044218,05
ODDNIPALM S.A.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	3	2019831,92	1552513,1	0	1039008,75
KOCHES S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	3	13131900,1	7636697,93	1696640,69	1038690,87
ECUADRILL S.A.	SIERRA	CUENCA	MEDIANA	34	3745426,35	2765580,71	4765598,65	1026900,47
MOTOROLA SOLUTIONS DEL ECUADOR S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	7	2555424,4	1627620,98	4862806,38	1012530,09
CORPORACION MARESA HOLDING S.A.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	1	75249786,2	73282504	0	1012193,53
CIA. DE CONSTRUCCIONES ECUATORIANO COREANA CONECUAKOR C.E.M.	SIERRA	URCUQUI	MEDIANA	37	24079614,8	2520658,85	7423083,17	995220,07
CAMSAMOTORS CIA. LTDA.	COSTA	MACHALA	MEDIANA	27	3100418,8	1436321,81	3178400,51	992434,21
VENUS SA	SIERRA	AMBATO	MEDIANA	2	21296686,2	20080864,9	972660,42	974621,71
INMOBILIARIA ANDINA SA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	14	8640282,39	1230618,15	626492	948451,73

GO GALAPAGOS ECUADOR GGE CIA.LTDA.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	41	3305388,11	1659997,07	3044383,53	927290,91
HABITATHOLDING C.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	1	11414531,4	11332481,3	0	925754,1
ALTALA S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	13	3530023,27	2183858,83	6532987,86	922694,61
ACUASOL SA	COSTA	MACHALA	MEDIANA	48	1818409,66	949397,27	4125250,08	916495,38
ARMATECSA S.A.	COSTA	MACHALA	MEDIANA	46	1856723,14	1293833,74	3547059,32	913649,64
DIAMOND CLUB S.A. DICLUB	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	69	2002921,82	976687,19	3669072,2	904371,58
ADMIACERO ADMINISTRADORA DE EMPRESAS DEL ACERO S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	4	1134950,58	896277,28	1487950,69	895077,28
PISCICOLA MALECON SA MALSA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	75	3861520,78	2039336,43	3866461,9	886233,38
MENIER S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	36	3778426,57	901132,96	3741179,28	880264,47
SIMOSA C.A.	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	2	5921502,65	5055004,43	0	877120,1
MAUVEZIN S.A.	COSTA	MACHALA	MEDIANA	50	3427161,47	2000566,54	4972569,06	866579,56
FULLCARE MEDICAL S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	50	4040095,15	1694335,39	6568973,27	864031,26
TADENI S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	5	1616685,02	1138554,26	2118070	860737
PLUSHOTEL S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	36	8247757,5	6997438,67	3511026,25	853858,1
AVANPLUS S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	2	18829345,2	8004790,01	6145,28	852010,54
GOLDENSHRIMP S.A.	COSTA	MACHALA	MEDIANA	72	4844769,04	2496264,72	6329463,19	833097,08
ANDIGRAIN S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	38	8878184,7	7798551,84	3339989,03	830364,25
POLYLON S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	40	2243073,41	1573026,56	3652296,58	822268,08
GRUENTEC CIA. LTDA.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	66	3556038,02	2706820,57	4411546,04	818146,21
PROVIPACIF S.A	COSTA	MANTA	MEDIANA	12	8073115,13	6942715,02	337354,13	801852,88
ACOSAUSTRO S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	74	2298562,94	1326440,5	4033857,51	799741,69
EUROPACIFICO TUR EUROTUR SA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	4	13571866,2	6726332,94	0	792197,35
TERMINAL DE CARGAS DEL ECUADOR S. A. TERMICARGA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	2	2164368,95	1151442,5	4998975,61	779545,41
LA ENSENADA FORESTAL (COVEFOREST) S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	2	5675111,1	4959225,15	1067070,46	772059,15
GILCAM 86 SA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	2	2518426,75	2001945,47	3146688,66	760335,76
CORPORACION ECUATORIANA DE	SIERRA	MACHACHI	MEDIANA	191	4636574,43	3300155,63	7490260,29	758739,84

CONGELADOS PROCONGELADOS S.A.								
GRUPO AGRIPRODUCT S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	8	5444243,92	4699716,51	4849392,93	752768,36
PORKGEN S.A.	COSTA	SANTA ELENA	MEDIANA	71	5552406,37	2287601,35	8321956,92	752008,25
IMELDABANANA S.A.	COSTA	BABAHOYO	MEDIANA	2	5693673,61	2474683,45	4838927,09	749435,43
COMPANIA DE TRANSPORTE PESADO SIMAR & ABENDAÑO COMTRANSIMAR S.A.	SIERRA	LOJA	MEDIANA	66	2661456,7	286176,06	2380528,59	748297,47
PUERTOMAR S.A.	COSTA	JARAMIJÓ	MEDIANA	170	2404928,25	1428595,55	4336856,71	747709,85
SERES LABORATORIO FARMACEUTICO S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	54	4226364,27	2028345,32	5234134,75	743275,52
DIMUNE S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	20	3500261,55	805997,3	7113772,81	741078,24
SUMMA PROYECTOS C.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	42	5274554,5	2473437,96	2460320,36	737848,35
KISHOR S.A.	COSTA	MACHALA	MEDIANA	67	1846719,53	1212152,7	4337898,21	732865,55
CENTRO EDUCATIVO ISAAC NEWTON C LTDA	SIERRA	QUITO	MEDIANA	148	2687099,59	1478473,89	5294265,1	725480,14
INMODIURSA-EUROCENTER ECUADOR CENTRO DE NEGOCIOS QUITO S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	3	12214627,5	5619354,32	1970014,71	723766,79
MONOLITICA CIA. LTDA.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	192	7790792,58	890247,39	7694385,34	723651,96
AYESA ADVANCED TECHNOLOGIES, S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	4	7195831,16	279211,27	4713086,81	722203,47
AVIANHALZER S.A.	COSTA	MONTECRISTI	MEDIANA	114	36640838,2	2448946,7	17245312,15	720962,42
GRANSOLAR S.A.	SIERRA	URCUQUI	MEDIANA	2	9128244,65	3642025,92	2365934,29	712931,3
MARAGRO SA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	40	3196078,97	1614630,1	6544971,41	712527,95
GENERAL PUBLIC LIGHTING S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	1	3388820,43	1837699,03	8557133,29	707752,17
MASCORP S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	1	4366333,36	4130430,41	63076,55	707231,95
AQUA-GEN S.A.	COSTA	SAMBORONDÓN	MEDIANA	52	2768242,37	1810504	3885391,98	705778,16
BUILDEQUA S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	3	4887891,01	3601848,92	1702952,27	701538,47
SATUKIN S.A.	COSTA	MACHALA	PEQUEÑA	1	4849132,56	2393347,31	0	697257,74
PISCICOLA NUEVE DE OCTUBRE SA NUSA	COSTA	MACHALA	MEDIANA	57	3898507	1738911,58	3801614,55	695194,23
MERCATERRA S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	3	2543376,58	2038853,88	0	693310,32
PROVISION DE ALIMENTOS	COSTA	EL TRIUNFO	MEDIANA	83	2377181,83	711013,89	7897793,94	692072,91

S.A. PROVISALI								
SEMBRIOS BELLA MAR S.A. SAMBELMAR	COSTA	MACHALA	MEDIANA	54	3124226,11	1572311,32	4288340,48	692040,51
CRIADEROS SIG-SIG S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	44	2060314,25	272808,75	3381137,79	687620,44
CAMAROMENSA S.A.	COSTA	MACHALA	MEDIANA	49	1745941,56	713237,82	4231335,89	684654,8
SERVISEGUROS S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	50	3747175,63	2191614,39	9162487,29	683654,89
EMPRESA DE TRANSFORMACIÓN AGRARIA, S.A.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	3	14915232	775392,75	12556966,9	682778,99
ACTUARIA CONSULTORES CIA. LTDA.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	65	2310268,61	1121312,91	3213884,01	678388,22
ECOLAB ECUADOR CIA. LTDA.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	10	2788002,72	2195191,93	3159403,5	674216,08
SISCLIMA S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	116	3901824,56	1509607,47	8441915,43	672951,4
FIMASA FINCAS MARINAS SA	COSTA	SAMBORONDÓN	MEDIANA	56	6103069,69	1984371,66	4970273,31	672797,36
INMOBILIARIA TERRANOVA S. A. INMOTERRANOVA	SIERRA	CUENCA	MEDIANA	3	5685197,96	2990875,32	0	669976,19
PHARMACAPS DEL ECUADOR PHARMACAPS S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	2	7424040,67	670370	0	669170
ISCA ISLA CAMARONERA CA	COSTA	MACHALA	MEDIANA	61	2852473,57	1698707,56	4769107,43	667681,67
TONSNA S.A.	COSTA	MACHALA	MEDIANA	52	2890029,6	1705945,97	3405814,07	661504,93
GOOLDCAMERON S.A.	COSTA	MACHALA	PEQUEÑA	1	1849956,71	641928,46	860394,63	655458,65
FAAUTO S.A.	SIERRA	AMBATO	PEQUEÑA	2	8255395,62	2873088,13	109200	648010,36
COSTAMAR S.A.	COSTA	EL GUABO	MEDIANA	20	1278482,39	734691,68	2406620,05	646306,08
TELECOMUNICACIONES RIO DE LA PLATA S.A. TELEPLATA	SIERRA	QUITO	MEDIANA	4	1896394,54	746078,86	4192791,66	644614,93
EXPERTIA CORPORATIVA S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	24	10675814,4	3710934,88	1377725,02	642922,67
CAMARONES ROLES SA	COSTA	SAMBORONDÓN	MEDIANA	28	2996332,73	1958061,17	4473604,59	641278,31
INMOPEVIMAL S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	14	10731740	6942051,96	2163875,56	641204,49
MASECUADOR S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	53	1384231,95	608706	4034708,32	640050,64
CAMARONERA EXCAM S.A.	COSTA	EL GUABO	MEDIANA	21	1634226,38	1193706,83	2150752,32	637999,93
FERRERE ABOGADOS ECUADOR FEREC S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	53	3149698,16	779156,92	5373567,8	631836,15

WELTMOND GROUP HOLDINGS S.A.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	1	10793912,2	8118705,51	0	631027,53
LA CHOZA CIA LTDA	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	3	2036451,51	1852926,43	284147,89	627267,1
ALGODON Y MODA ALGOMODA SA	SIERRA	QUITO	MEDIANA	1	4355297,13	4217426,47	192714,12	619565,02
PROMOTORA INDUSTRIAL COMERCIAL SA PROCOMFI MADSEN S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	1	15048948,8	14227307,9	0	618197,28
INMOBILIARIA INMAPAPEL S.A.	COSTA	MACHALA	PEQUEÑA	49	1041968,47	626031,24	3168889,83	618068,76
HAUGAN CRUISES CIA. LTDA.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	3	1542113,84	1035557,22	0	614899,26
NOVACREDIT S. A.	GALAPAGOS	PUERTO BAQUERIZO MORENO	MEDIANA	42	9435891,62	3717764,44	5571337,15	614888,32
INMOBILIARIA ETALI C.A.	SIERRA	CUENCA	MEDIANA	33	11663934,1	1600016,67	3859145,14	606056,33
SABANETACORP S.A.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	2	13699318,5	7050668,57	2303759,14	603689,02
RODYFLECSA S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	56	1567512,81	647266,35	4247320,87	602839,49
BANANERA INTERCONTINENTAL S.A. CONTIBAN	COSTA	MACHALA	MEDIANA	33	1420095,08	992416,51	2320993,33	592839,54
AGRICOLA Y QUIMICA NACIONAL DEL COTOPAXI AGRONPAXI CIA. LTDA.	COSTA	SAMBORONDÓN	MEDIANA	78	1496521,59	290800,36	3087362,98	591233,79
WATUBI S.A.	SIERRA	LATACUNGA	MEDIANA	25	3411715,32	2392972,98	5088764,92	588681,73
NAUTICA DEL PACIFICO S.A. NAUPASA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	2	2486587,32	1517738,43	59520	588297,92
INDEFATIGABLE S.A.	GALAPAGOS	PUERTO AYORA	MEDIANA	54	5759828,11	2369793,38	4819603,07	587041,4
ELECTRONICA, TELECOMUNICACIONES Y CONSTRUCCIONES ELTECON CIA. LTDA.	GALAPAGOS	PUERTO AYORA	MEDIANA	69	8846933,88	7013303,92	4707727,57	585629,76
OVERTAIM S.A.	SIERRA	LOJA	PEQUEÑA	18	1169356,9	863977,25	2416639,39	583652,37
INMOBILIARIA INMOBIJARA S.A.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	2	5878708,46	5521374,18	0	582544,16
CCMANGOS S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	3	4852210,41	1287340,92	0	580152,68
EROLCORP S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	173	1341365,05	580718,5	4106749,13	575718,5
CMA-CGM ECUADOR S.A.	COSTA	ELOY ALFARO	MEDIANA	21	3628027,27	2203136,61	4632524,1	573313,98
	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	37	4822586,34	548720,53	7254086,7	570074,12

CADENA DE FARMACIAS SUIZA CADFAS S.A.	SIERRA	AZOGUES	MEDIANA	97	1597780,6	1070634,17	8106101,47	562236,75
EQUIPENINSULA S.A	SIERRA	QUITO	MEDIANA	2	6497595,91	3644019,78	2527707,2	562228,51
INGENIERIA CONTRUCCION Y DISEÑO ELECTRICO ELECTRONICO CIVIL INCODISEEC CIA. LTDA.	SIERRA	AMBATO	PEQUEÑA	4	896459,53	747112,06	1373075,82	561943,44
CRISOLED S.A.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	2	8647224,65	8397421,75	0	557453,56
TECNIEQUIPOS S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	19	2515542,09	1424346,04	3039039,6	555021,36
DISAROMATI S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	24	2941089,67	1673759,09	5047191,42	554876,29
GLOBALPESCA S.A.	COSTA	MANTA	MEDIANA	86	7088819,62	3508640,1	4204921,86	554706,15
INSTITUTO ECUATORIANO DE ENFERMEDADES DIGESTIVAS GASTROCLINICA S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	24	3601010,3	1668765,88	3921479,89	553026,73
SAFARIMAR S.A.	COSTA	EL GUABO	MEDIANA	71	2761108,76	914793,51	5032934,04	549696,35
INMOBILIARIA EMIBU SA	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	5	7014237,09	5417491,85	676170	549270,85
CENTRO ECUATORIANO DE REPRODUCCION HUMANA DR. PABLO VALENCIA CERHVALENCIA CIA. LTDA.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	23	2767706,01	2098846,34	3337958,4	548309,05
NITRANG S.A. NITRANGSA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	2	28643280,2	25757077,6	0	547769,98
INVERSIONES INMOBILIARIAS GUAYAQUIL IGSA SA	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	1	15469471,6	2377394,59	3292690,69	547318,25
FILESTORAGE S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	91	2397928,17	1839710,13	4422026,35	542837,83
CASUR S. A.	COSTA	MACHALA	MEDIANA	42	2024253,78	624813,64	4069619,11	540983,43
DEFILO INVERSIONES C LTDA	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	1	3670018,45	2976586,94	0	540415,55
GEOTOTAL AMBIENTAL S.A.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	31	811963,03	760979,82	1283978,11	540395,45
NEGOCIOS Y TELEFONIA (NEDETEL) S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	25	4249995,17	1537174,48	12643077,92	540373,65
PLANDANE S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	185	6862016,74	5835565,31	3964208,08	538632,97
VAPCORPORACION CIA. LTDA.	SIERRA	CUENCA	PEQUEÑA	4	7672690,25	7163061,69	0	536119,28
FAWNE S. A.	COSTA	DAULE	PEQUEÑA	6	3473598,96	1816099,81	2297744,85	535615,6
TERRAQUIL S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	44	3730982,1	1616939,29	4751711,95	529183,37
RUFORCORP S.A.	COSTA	MOCACHE	MEDIANA	182	4443237,87	1294938,93	3343231,2	528499,3

INDUSTRIAS REUNIDAS CIA. LTDA. INDUNIDAS LABORATORIOS INDUNIDAS	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	92	2381662,76	1031688,1	4670656,87	527854,96
INMOBILIARIA INVERNAL II S.A.	SIERRA	QUITO	PEQUEÑA	2	10918313,3	8273394,67	1158735,16	526973,78
SUPER PUNTOS S.A. (SPSA)	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	3	1349976,27	1313272,08	3915484,25	520106,94
MARECILLO S.A.	COSTA	MACHALA	MEDIANA	20	1671004,2	603987,8	2321288,06	516556,31
EDIFALVA S.A.	SIERRA	QUITO	MEDIANA	4	5135911,45	2385764,73	0	511190
MAGREB S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	70	2877283,23	1732153,75	5151477,58	508271,98
PROVIMEDIC S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	3	2364488,01	1353906,72	4310094,49	506657,68
TRIDELTA S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	2	9606284,51	9597379,28	0	506649,76
COMPAÑIA AGRICOLA KATCOSI S.A.	COSTA	VENTANAS	MEDIANA	7	5577380,46	3709157,32	3123256,13	505846,14
COMPAÑIA DE UNIDAD RENAL NEFROLOJA CIA. LTDA.	SIERRA	LOJA	PEQUEÑA	23	868780,48	585718,34	1785728,79	505229,07
BONOPRICE C. LTDA.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	4	281057,91	174485,53	1026244,64	504669,62
IMPORTADORA MINASUR CIA. LTDA.	SIERRA	LOJA	MEDIANA	14	1742941,3	886769,75	2706355,54	503962,93
INSPECTORATE DEL ECUADOR S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	111	2895852,16	2116512,83	4525971,44	503225,06
DUIFAN S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	PEQUEÑA	1	6876414,15	2275873,86	1259842,91	502803,48
FERRICOMP S.A.	COSTA	GUAYAQUIL	MEDIANA	2	50049221,7	860131,36	20151320,85	500445,05