



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
SISTEMA DE POSTGRADO
MAESTRIA EN ADMINISTRACION DE EMPRESAS**

TEMA:

**Análisis de las opciones de financiamiento para PYMES post cambios en la
regulación en el mercado de valores**

AUTOR:

Juan José Meza Coello

Previa al grado académico:

Magister en Administración de Empresas

TUTOR:

Ing. Omar Jácome Ortega, Ph. D

Guayaquil, Ecuador

2020



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
SISTEMA DE POSGRADO
MAESTRIA EN ADMINISTRACION DE EMPRESAS**

CERTIFICACIÓN

Certifico que el presente trabajo fue realizado en su totalidad por el Economista, Juan José Meza Coello, como requerimiento parcial para la obtención del Grado Académico de Magister en Administración de Empresas.

DIRECTOR DE PROYECTO DE INVESTIGACIÓN

Ing. Omar Jácome Ortega, Ph. D

REVISOR(ES)

Ing. Erick Carchi, Mgs

DIRECTORA DEL PROGRAMA

Econ. María del Carmen Lapo Maza, Ph. D

Guayaquil, a los 12 del mes de Marzo del año 2020



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
SISTEMA DE POSGRADO
MAESTRIA EN ADMINISTRACION DE EMPRESAS**

DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

Yo, **Juan José Meza Coello**

DECLARO QUE:

El Proyecto de Investigación **Análisis de las opciones de financiamiento para PYMES post cambios en la regulación del mercado de valores** previa a la obtención del **Grado Académico Magister en Administración de Empresas**, ha sido desarrollada en base a una investigación exhaustiva, respetando derechos intelectuales de terceros conforme las citas que constan al pie de las páginas correspondientes, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía. Consecuentemente este trabajo es de mi total autoría.

En virtud de esta declaración, me responsabilizo del contenido, veracidad y alcance científico del proyecto de investigación del Grado Académico en mención.

Guayaquil, a los 12 del mes de Marzo del año 2020

EL AUTOR

Juan José Meza Coello



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
SISTEMA DE POSGRADO
MAESTRIA EN ADMINISTRACION DE EMPRESAS**

AUTORIZACIÓN

Yo, **Juan José Meza Coello**

Autorizo a la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, la **publicación** en la biblioteca de la institución del **Proyecto de Investigación Magister en Administración de Empresas** titulada: **Análisis de las opciones de financiamiento para PYMES post cambios en la regulación del mercado de valores.**, cuyo contenido, ideas y criterios son de mi exclusiva responsabilidad y total autoría.

Guayaquil, a los 12 del mes de Marzo del año 2020

EL AUTOR:

Juan José Meza Coello

Urkund Analysis Result

Analysed Document: Tesis elabotación con formato. rev17.docx (D59986390)
Submitted: 11/30/2019 10:12:00 PM
Submitted By: juanjosemezacoello@gmail.com
Significance: 1 %

Sources included in the report:

Tesis - Oscar Munoz final.pdf (D15915798)
<https://tusfinanzas.ec/blog/category/la-bolsa-de-valores-y-su-funcionamiento/>
<https://www.dspace.espol.edu.ec/bitstream/123456789/10651/1/Tesis%20-%20Bolsa%20de%20Valores%20de%20Guayaquil.doc>

Instances where selected sources appear:

5

AGRADECIMIENTO

A LOS DISTINTOS PROFESORES, POR SUS CONOCIMIENTOS, A MIS PADRES Y HERMANOS POR SU APOYO Y EN ESPECIAL A MIS CAMPEONES YA QUE NO PODRÍA HABER PEDIDO MEJOR EQUIPO DE TRABAJO

JUAN JOSÉ MEZA COELLO

DEDICATORIA

A NATHALIE DELGADO, LA MUJER QUE AMO, POR LA PACIENCIA Y APOYO
DURANTE TODO ESTE PERIODO DE ESTUDIO.

JUAN JOSÉ MEZA COELLO

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
Antecedentes	3
Problema de Investigación	4
Justificación	6
Objetivos	7
Objetivo General.....	7
Objetivos Específicos	8
Hipótesis	8
CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO CONCEPTUAL	9
Las teorías de las Finanzas aplicadas a las Pymes	9
CAPÍTULO II: MARCO REFERENCIAL.....	25
Bolsa de Valores, su importancia a nivel mundial, regional y local	25
Las PYMES, su importancia a nivel mundial, regional y local	34
El contexto actual del Financiamiento de PYMES y bolsa de valores.	39
El marco jurídico nacional y su relación con la normativa internacional	45
CAPÍTULO III: MARCO METODOLÓGICO Y RESULTADOS.....	50
Diagnóstico de la situación actual de la Bolsa de Valores y las PYMES del Ecuador	51
Panorama de la Bolsa de Valores: Datos Relevantes	51
Operaciones de Bolsa.....	51
Panorama de Productos Financieros de Bolsa de Valores	55
Rendimientos Financieros de la Bolsa de Valores.....	56
Panorama de las PYMES del Ecuador: Datos Relevantes	57
Ventas PYMES	57
Utilidad PYMES	58
Análisis de los resultados.....	58
Resumen entrevista a expertos.....	62
CAPÍTULO IV: PROPUESTA	67
CONCLUSIONES	77
RECOMENDACIONES	80
BIBLIOGRAFÍA.....	82
APÉNDICE	87

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Inflación anual post dolarización	27
Tabla 2 Variación de la Inv. Ext. Directa (miles de dólares)	29
Tabla 3 Participación EUR y USA en la Inv. Ext. Directa (miles de dólares).....	31
Tabla 4 Resultados obtenidos de Encuesta Empresarial	37
Tabla 5 Clasificación de las microempresas por número de trabajadores e Ingresos	39
Tabla 6 Tasa de interés Activa	41
Tabla 7 Tasas de interés efectivas promedio por instrumento	56
Tabla 8 Tasas de interés pasivas referenciales por plazo	56

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura1. Estructura del Mercado de Valores.....	17
Figura2. Cómo se realiza una inversión en el mercado de valores ecuatoriano.....	22
Figura3.Participación histórica del mercado de valores en el PIB.....	28
Figura4. Niveles de información de la hipótesis de Eficiencia del mercado.	33
Figura5. Porcentaje de PYMES tradicionales y negocios con portales eBay o páginas web. .	35
Figura 6. Exportación e importación de PYMES por categoría.....	36
Figura7. Preferencia de financiamiento por parte de las PYMES.....	43
Figura8. Desincentivos al uso del sistema bancario.....	44
Figura 9. Número de Emisores por tipo de emisión.....	51
Figura 10. Evolución de la oferta pública de valores.....	52
Figura 11. Emisiones Autorizadas de Titularizaciones.....	52
Figura 12. Emisiones Autorizadas de Acciones.....	53
Figura 13. Calificaciones de Riesgo de Titularizaciones.....	53
Figura 14. Calificaciones de riesgo de titularizaciones primer semestre 2015-2016 en número.	54
Figura 15. Calificaciones de riesgo de titularizaciones primer semestre 2015-2016 en monto.	54
Figura 16. Crecimiento de la oferta pública de Valores por Sector Económico hasta 2012....	55
Figura 17. Crecimiento de la oferta pública de Valores por Sector Económico hasta 2015.	55
Figura 18. Relación entre la oferta pública de Valores y el volumen de crédito del Segmento Productivo	56
Figura 19. Ingresos por ventas según el tamaño de la empresa	57
Figura 20.Participación del ingreso por ventas según el tamaño de la empresa	57
Figura 21.Utilidad según el tamaño de la empresa	58
Figura 22.Diseño de propuesta para Financiamiento.	68
Figura 23.Estadísticas de la Bolsa de Valores de Guayaquil	74
Figura 24.Estadísticas de la Bolsa de Valores de Quito.....	75

Figura 25.¿Cómo Invertir en Ecuador?	76
Figura 26.Financiamiento a través de la bolsa de valores	87

RESUMEN

El trabajo de investigación denominado Análisis de las opciones de financiamiento para PYMES post cambios en la regulación del mercado de valores, definió como objetivo general evaluar los mecanismos de financiamiento en la bolsa de valores para las PYMES que se generaron a partir del cambio en la normativa y proponer un producto financiero más atractivo o en su defecto un cambio en la normativa, para lograrlo recurrió a series estadísticas y entrevistas, obteniendo como resultado que las PYMES en Ecuador si pueden acceder a financiamiento a través de la bolsa de Valores, sin embargo siguen recurriendo a la Banca tradicional. Ante esto se hizo una propuesta que incluye una emisión de bonos basado en el riesgo país y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, similar a lo que hace el Gobierno del Ecuador y se demostró que la tasa mínima atractiva de retorno es inferior a la de créditos PYMES, para lo cual estas deben agruparse en clúster, pasar una calificación y el gobierno introducir una reforma legal porque la propuesta es viable.

Palabras Claves: Mercado de Valores, PYMES, Financiamiento, Banca de Inversiones, Bonos, Obligaciones financieras

ABSTRACT

The research work called Analysis of financing options for SMEs after changes in the regulation of the securities market, defined as a general objective to evaluate the mechanisms of financing in the stock market for SMEs that are generated from the change in the regulations and to propose a more attractive financial product or, failing that, a change in the regulations, to achieve this it resorted to statistical series and interviews, obtaining as a result that SMEs in Ecuador can access financing through the Stock Exchange, however they continue to resorting to traditional banking. Given this, a proposal was made that includes a bond issue based on country risk and United States Treasury bonds, similar to what the Government of Ecuador does, and it was shown that the attractive minimum rate of return is lower than that of SME loans, for which they must be grouped in a cluster, pass a rating and the government introduce a legal reform because the proposal is viable.

Keywords: Stock Market, SMEs, Financing, Investment Banking, Bonuses, Financial obligation

INTRODUCCIÓN

Los pymes siendo de suma importancia para las economías nacionales, creando grandes oportunidades de empleo y adaptándose a la tecnología, estas en el Ecuador requieren de una herramienta financiera que las ayude a crecer como empresas, porque a pesar de ocupar el puesto 114 en el global Doing Business del mundial, en el 2016 decreció en un 3.1% y si se toma una base homogénea de empresas de 5 años posteriores a este, el decrecimiento es de 4.9% (EKOS, 2017).

Por lo tanto, potencializar el financiamiento de la bolsa de valores para las pymes podría ser una herramienta muy factible para que los negocios no se pierdan o se queden estancados después de los 5 años en el mercado. Por lo cual esta herramienta puede ayudar a crecer a las empresas, lo cual beneficia a todos.

El financiamiento en todo tipo de empresa ya sea pequeña, mediana o grande son de suma importancia, por lo cual debe ser tomada con la mayor cautela posible. Tomando en cuenta todos los escenarios para encontrar la mejor decisión para la empresa, porque caso contrario podrían generar problemas de liquidez, deudas onerosas y en el peor de los casos la quiebra.

Estas decisiones de gran magnitud necesitan ser tomadas tras conocer a fondo todos los escenarios para lograr el objetivo de la empresa. Los cuales por lo generales son tres; capital de los socios fundadores, préstamos bancarios o emisión de acciones, pero siempre como primer recurso en el momento de alguna crisis financiera se acude a los bancos, cuando se es consciente de que estos tienen la mayor tasa de interés.

Muy poco optan por el incremento de patrimonio, vender las acciones en la bolsa de valores, ya sea por falta de conocimiento o desconfianza hacia el proceso de la bolsa de valores.

La bolsa de valores tiene una gran importancia con el desarrollo nacional y el crecimiento económico. Para las empresas es una buena alternativa de financiamiento y una gran responsabilidad, porque simboliza el punto de madurez en la trayectoria de una empresa y su reconocimiento. La bolsa de valores ayuda a canalizar el ahorro o capital de empresas hacia la inversión en pocas palabras.

En Ecuador el mercado de valores ha contribuido históricamente al PIB entre 8.9% y 9.4% entre los años 2006 al 2010. Dicha contribución se vio mermada en el 2011 llegando a ser un aporte de tan solo 5.7%, su tope más bajo en los últimos años y que dejó en claro la necesidad de óptimos incentivos tributarios que generen una mayor demanda de productos financieros, por lo cual se generó nuevos modelos de productos financieros diseñados para PYMES (Perez, Rivera, & Solís, 2015).

Las PYMES son sumamente representativas en la economía de un país. En el caso del Ecuador ha tenido que lidiar con un escenario complejo, tanto por situación económica, como por la falta de políticas de incentivos a la producción que se registraron; el dinamismo de una economía depende la capacidad de emprender, sostener y permitir que crezcan negocios, algo que todavía debe trabajar en Ecuador.

En este documento se revisará de manera integral los distintos instrumentos que se han generado para apoyar a las PYMES en la normativa y la ley del mercado de valores, su historia, composición, clasificación entre otros.

Se empezará por determinar qué tan efectivos han sido dichos mecanismo, cuál ha sido su desempeño comercial a lo largo de su tiempo de creación y se espera finalizar con una propuesta producto financiero o en su defecto sugerencias de cambios a la ley que permita dinamizar la participación de PYMES en el poco explotado mercado de valores nacional.

Antecedentes

En el Ecuador en general es muy poca la atención y profundidad que se le da al mercado de valores, y sobre todo a su capacidad de generar financiamiento a las distintas empresas. En parte, esto se debe a diferentes factores como el desconocimiento de los principios de gobierno corporativo que buscan evitar mayor control, pago de impuestos y rendición de cuentas; los intereses creados por los actuales líderes en estos mercados que no le permiten progresar hacia un mercado electrónico e integrado puesto que, siendo la bolsa de valores de Quito y Guayaquil un mercado pequeño que mueve menos de 10.000 millones de dólares en el año en comparación con la bolsa de valores de New York que solo en bonos de un mes negocia hasta 13 billones de dólares (BVG y NYSE, 2017), fácilmente podrían ser fusionadas e integradas incluso con bolsas de valores internacionales.

Por otra vertiente están las empresas familiares cerradas, no dispuestas a dar participación a posibles inversionistas; la oferta limitada de productos para PYMES, debido a esto los mismos dirigen su mirada a los bancos haciendo de estos los principales captadores de inversión y crédito; la inexistencia de una desintermediación financiera; y la falta de información actualizada y en plataformas web que permita tomar decisiones o incursionar a los no formados en el tema de bolsa de valores en inversión (Méndez Prado, 2016). Uno de los factores históricos fue la crisis bancaria de finales de los 90 que dejó a muchos ecuatorianos con temor y desconfianza en el sistema financiero y cerró las puertas a una posible financiarización¹ de la economía que impulse no solo a las empresas locales sino a la economía ecuatoriana en general.

¹*Financiarización*: Sistema en el cual el mercado financiero bursátil es el de mayor aporte a la economía.

Lo que sucedió en Ecuador en 1999 hizo que los agentes económicos fueran lesionados en el principal factor dentro del desarrollo en las relaciones bancarias que es la confianza ya que muchos depósitos fueron congelados y en otros las deudas se volvieron impagables; este daño se transfirió a otros actores del sistema financiero como son las Bolsas de Valores que es un mercado de mayor volatilidad ya que del mercado de compra y venta depende el rendimiento de las acciones, de allí la poca atención que se le dio al uso de mercado de valores como medida de financiamiento. Además de lo anterior se desaprovecha la estabilidad generada por el sistema de la dolarización que ha generado un crecimiento sostenido e inflaciones menores al 10% en los últimos 16 años según datos del Banco Central del Ecuador (Naranjo Chiriboga, 2016).

Problema de Investigación

Uno de los músculos de desarrollo empresarial más importante es el financiamiento ya sea para capital de trabajo, nuevas inversiones, entre otras. En Ecuador el financiamiento tradicional siempre ha sido la Banca y en los últimos años la Banca Estatal, que a través de una estrategia de tasas de interés por segmento y diferenciación del cliente en función del riesgo ha conllevado a un crecimiento de las empresas en mayor o menor escala. Dentro de las alternativas para la financiación está el mercado de capitales, lamentablemente en el Ecuador este sufre de un subdesarrollo a causa de varios factores:

- La idiosincrasia, debido a que el inversionista nacional exige grandes márgenes por lo que su conducta se vuelve más de especulador que de inversor y sumando a esto que las empresas, especialmente familiares, tienen desincentivos a transparentar sus operaciones para evitar controles y rendición de cuentas por parte de las entidades estatales.
- Los organismos que actualmente lideran el mercado de valores (bolsas) de Guayaquil y Quito tienen una baja predisposición a una reestructuración y fusión que genere

sinergia, fortalecimiento y eficiencia operativa para automatizar el mismo e integrarlo con países vecinos.

- La escasa cultura bursátil impacta como otro factor que impide que se aplique el principio de desintermediación financiera y permita a los conocer las diferentes opciones de ahorro, inversión y financiamiento de bajo costo. En cuanto a la información disponible se puede observar que no es amigable o actualizada, a diferencia de mercados donde las transacciones y movimientos se registran en tiempo real con absoluta veracidad porque el mercado así mismo lo exige (Méndez Prado, 2016).
- El mercado de PYMES tiene bajo acceso o incentivo a conocer sus opciones de fuentes de financiamiento y sumado a esto la limitada oferta de productos que imposibilita reconocer las opciones amplias además del destino clásico de depósitos es el sector bancario. Los costos de operación de los agentes participantes como son las casas de valores y calificadoras de riesgo son poco flexibles, y esto encarece las opciones de ingresar al mercado de valores.
- La normativa del mercado de valores en el Ecuador tiene que ser reformada, ampliada y corregida con una considerable regularidad. La reforma más considerable de los últimos años se realizó en el 2014, se amplían los principios rectores y el concepto de valor; además en la misma se incluyen la creación de instituciones como la junta de regulación del mercado de valores y la secretaria técnica de mercado de valores dentro de la superintendencia de compañías; se incluye el concepto de la compensación y la garantía; se amplía las clases de titularización disponibles para los diferentes inversionistas (Bolsa de valores de Quito, 2014)

Bajo lo estipulado en los párrafos precedentes se puede explicar la importancia que tiene el mercado de valores para la dinamización y desarrollo saludable en distintas

economías, con esta investigación se buscará analizar a profundidad su interacción con las PYMES en el mercado de valores y responder las siguientes interrogantes:

- ✓ ¿por qué siendo las bolsas de valores a nivel mundial uno de los principales motores financieros y económicos no se le ha dado la debida importancia a nivel local para su mejor desempeño?
- ✓ ¿cómo han evolucionado los distintos instrumentos destinados a financiar a las PYMES en el Ecuador y cuánto han aportado al crecimiento de estas?
- ✓ ¿cómo se relacionan los distintos instrumentos con los desempeños de las PYMES y cuánto ha representado su participación en el mercado de valores desde su creación?, ¿cuánto han aportado al PIB desde las últimas modificaciones fiscales?

Por otro lado, se profundizará en los principales motivos que según expertos evita que las PYMES en Ecuador se financien a través de estos instrumentos mucho menos oneroso que un préstamo bancario y que perspectivas se tiene a corto y largo plazo de que esta situación se mantenga o se revierta.

Dado lo anterior el problema de investigación se plantea de la siguiente manera:

¿Qué factores han afectado a la Bolsas de Valores para que las PYMES no puedan utilizarla como mecanismos de financiamiento?

Justificación

Como parte del proceso de aportar a la comunidad empresarial, esta investigación busca interpretar la realidad de los dueños y directores de PYMES en la bolsa de valores, bancos y cooperativas, con el objetivo de que por medio de esta se pueda generar el conocimiento necesario de manera que los mismos encuentren mecanismos para financiar desde su capital de trabajo y hasta sus proyectos de expansión y crecimiento.

Al ser las PYMES un grupo de alta rotación en distintas economías estas representan uno de los principales dinamizadores de las mismas ya que aportan significativamente a la

generación de empleo, al incremento en la disponibilidad de recursos estatales y la ampliación de bienes y servicios demandados por la sociedad (Yance, Solís, Burgos, & Hermida, 2017).

Considerando también las claras ventajas de los mercados financieros como son; mejores rendimientos ya que los emisores cuentan con fuentes alternativas de financiamiento a menor costo y los inversionistas con fuentes alternativas de ahorro; el paso de la liquidez es más rápido, directo y amplio, puesto que el mercado de valores ofertantes y demandantes se interrelacionan directamente, mientras que en el caso de los bancos son estos los que imponen las condiciones desde el cómo, cuándo y cuánto; finalmente las estadísticas que se generan producto de la estandarización y participación ordenada con manejo de información que sigue los comportamientos de mercado ayuda tomar mejores decisiones de inversión y genera incentivos a participar activamente del mercado (Méndez Prado, 2016).

Adicional a lo anteriormente expuesto se debe notar que la relevancia académica de la investigación se centra en que aporta al desarrollo empresarial desde la línea desarrollo de nuevos canales y medios de servicios financieros, ya que debe ayudar a la generación de artículos académicos de alto impacto y también beneficiar directamente a los empresarios no solo de las PYMES sino en general debido a que tendrían acceso a una fuente de financiamiento alternativa para la expansión y consolidación de sus negocios.

Objetivos

Objetivo General

Evaluar los mecanismos de financiamiento en la bolsa de valores para las PYMES que se generaron a partir del cambio en la normativa en el 2014 para la creación de un producto financiero más atractivo o en su defecto un cambio en la normativa.

Objetivos Específicos

- Estudiar las condiciones que generan mercados de valores eficientes para las PYMES.
- Comparar la normativa nacional actual, especialmente la generada en el 2014, con la de los mercados desarrollados y ver su efecto sobre las PYMES.
- Identificar las características de las PYMES que se financian a través del mercado de valores.
- Comprobar la viabilidad de crear un producto financiero atractivo para las PYMES en el mercado bursátil.

Hipótesis

De esta investigación se espera entender y explicar la realidad. Conforme a esto y a lo anterior mente expuesto se han planteado distintas hipótesis.

- Hipótesis 1

H₀: La bolsa de valores NO tiene los mecanismos de financiamiento para PYMES

H₁: La bolsa de valores SÍ tiene los mecanismos de financiamiento para PYMES

- Hipótesis 2

H₀: La legislación actual NO permite a las PYMES recurrir a la bolsa de valores como mecanismo de financiamiento

H₁: La legislación actual permite a las PYMES recurrir a la bolsa de valores como mecanismo de financiamiento

CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO CONCEPTUAL

Las teorías de las Finanzas aplicadas a las Pymes

Según Ortiz Luzuriaga, Hernández Ludeña, & Sánchez (2016) refiriéndose a las finanzas expresa lo siguiente:

En el lenguaje cotidiano el término hace referencia al estudio de la circulación del dinero entre los individuos, las empresas o los distintos Estados. Así, las finanzas aparecen como una rama de la economía que se dedica a analizar cómo se obtienen y gestionan los fondos. En otras palabras, las finanzas se encargan de la administración del dinero (pág. 2).

Bajo este concepto epistemológico debe comprenderse la importancia de la gestión del circulante ya que es fundamental en la marcha de toda empresa, especialmente en las pymes, en donde se hace necesario analizarlo y gestionarlo adecuadamente para evitar la falta de liquidez o una suspensión de pagos, y en definitiva, garantizar su viabilidad futura. El circulante de una empresa engloba las partidas de activo y pasivo que están vinculadas al "ciclo de explotación" o ciclo "dinero-mercancía-dinero", que viene a ser el tiempo que tardamos en recuperar el dinero invertido en la adquisición de los bienes que se consumen en la actividad productiva.

Posteriormente, a su epistemología la teoría de las finanzas tradicionales evoluciona a las teorías centrales de las finanzas modernas, donde el objetivo de las finanzas pasa a ser la maximización de la riqueza de los accionistas de la empresa, razón por la cual el administrador financiero debe enfocarse en tomar las decisiones más acertadas respecto a la inversión, el financiamiento y las políticas de dividendos, que le permitan agregar valor a la organización, y por ende incrementar la riqueza de los accionistas

El estudio actual de las finanzas se denomina economía financiera contemporánea, la cual se basa en la teoría del riesgo, específicamente en el riesgo financiero, lo cuales puede ser de tipo crediticio, de liquidez, de mercado u operacional. El objetivo de esta teoría es la

disminución del riesgo al momento de realizar una elección, ya sea aplicando diversas estrategias como la evaluación de la rentabilidad y resultados obtenidos, la diversificación del riesgo, la protección de activos, el desarrollo de estrategias utilizando información disponible, etc.;

De la mano de la teoría moderna y desde la óptica de la economía financiera contemporánea, “el sistema financiero es el término general que se emplea para referirse a las instituciones de la economía que facilitan el flujo de fondos entre los ahorradores y los inversores” (Mankiw, 2014, pág. 770); el cual se encuentra integrado, desde una perspectiva global, por los mercados financieros que abarcan los mercados de bonos y acciones, y los intermediarios financieros

Si bien es cierto, “un sistema financiero desarrollado facilita el acceso al endeudamiento de las empresas, sobre todo de las pymes” (Ramírez-Herrera & Palacín-Sánchez, 2018, pág. 156), muchas veces se olvida que los mercados financieros no necesariamente son nacionales, sino que también pueden ser internacionales, los cuales en la generalidad de los casos, poseen una mayor capacidad económica. Para Ramírez-Herrera & Palacín-Sánchez (2018):

Si las empresas tienen la posibilidad de acudir a mercados financieros internacionales, las condiciones del sistema financiero doméstico se convierten en irrelevantes. Sin embargo, debido a la existencia de imperfecciones en los mercados financieros, especialmente en lo que se refiere a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, el acceso a los mercados internacionales se ve restringido, convirtiéndose el sistema financiero local en fundamental para la financiación de las empresas (pág. 156).

Asimismo, para Rahman citado por Bekerman y Cataife (2004):

Por todo lo anteriormente explicado es que las micro finanzas constituyen un conjunto de mecanismos innovadores para la provisión de crédito y facilidades de ahorro para los

sectores de bajos ingresos que presentan las siguientes características: a) No pueden ofrecer garantías aceptables b) Presentan un alto riesgo crediticio c) El monto de los créditos requeridos es demasiado pequeño y los costes operativos resultan onerosos para una institución que aspira a ser rentable (Citado en Bustamante & Cabrera, 2017, pág. 25).

Las formas más comunes de financiamiento para una empresa ya sea desde el inicio de sus actividades o durante sus primeros años de operación son en esencia dos, el patrimonio de el o los accionistas y las obligaciones financieras, sean con proveedores, bancos, terceros o emitidas en el mercado de valores. Dicho financiamiento es lo que sustenta el crecimiento, apoya la inversión e inclusive función en caso de provisiones a indistintos imprevistos.

El capital propio o también llamado patrimonio está compuesto en su mayoría por las aportaciones del socio, utilidades retenidas y las reservas legales, mientras que las obligaciones son directamente pasivos, con diferentes costos financieros dependiendo de los términos en las que estas fueron negociadas o adquiridas, las mismas pueden ser de corto o largo plazo.

Según las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), los instrumentos financieros se clasifican según su registro en el caso de ser activos; medido a costo amortizado sobre la base de que siempre se cumplan las siguientes condiciones, que el activo financiero está dentro del modelo de negocio y cumple la función obtener los flujos para cumplir con las obligaciones contractuales y que las fechas contractuales del activo aporten, en fechas específicas, a la generación de flujos de efectivo. Medido a valor razonable con cambio en resultado integral solo si se cumplen las siguientes condiciones, el activo financiero se mantiene dentro del modelo de negocio para lograr flujos de efectivo contractuales y vendiendo activos financieros y que las condiciones contractuales

del activo, en fechas específicas, den lugar a flujos de efectivo que son únicamente pagos del capital e interés (International Accounting Standards Board, 2014).

Mientras que por otro lado todos los pasivos financieros se medirán a costo amortizado, exceptuando condiciones específicas como son; pasivos financieros a valor razonable con cambios en resultado; los pasivos financieros que surjan de la transferencia de activos financieros y que no cumplan los requisitos para su baja de las cuentas o que se contabilicen mediante el enfoque de implicación continuada; los contratos de garantía financiera; compromisos de concesión de un préstamo a una tasa inferior a la del mercado; y la contraprestación contingente reconocida por un adquirente (International Accounting Standards Board, 2014).

Definición de PYMES

Para tratar de englobar la teoría acerca de las PYMES se deben considerar factores como los sistemas políticos, sociales, y económicos de un país. En la mayoría de los casos estas se clasifican por su número de empleados e ingresos anuales. Se destacan también de las PYMES que son manejadas por personas naturales o jurídicas y que realizan diferentes actividades dentro del sistema productivo de un país, que comercializan bienes o servicios. Estas pueden ser asociaciones formales que cumplan con la ley de régimen tributario interno (Yance, Solís, Burgos, & Hermida, 2017).

La PYMES y sus características principales

Las PYMES cumplen un papel preponderante tanto en los países industrializados como en los países en vías de desarrollo y aportan en gran medida al progreso económico debido a su aporte a la generación de empleo y ampliación de bienes y servicios disponibles para la sociedad en su conjunto.

Diferentes enfoques en la visión de las PYMES las consideran un conjunto a menudo heterogéneo, con alta rotación y continuas aperturas y cierres, esto a su vez en prueba de un singular dinamismo.

En un estudio realizado por Yance, Solis, Burgos y Hermida (2017), hace referencia a la teoría de los nichos estratégicos, y sugiere que la búsqueda cuidadosa de las empresas en un mercado siempre mostrará organizaciones de distintos tamaños que producen bienes y servicios muy diferentes y los venden a clientes específicos. De esta forma, a manera de ecosistema las PYMES y empresas más grandes se mantienen coexistiendo en mercados que están dispuestos a compensar monetariamente la variedad.

Por otro lado, Álvarez y Crespi (2001) sugieren que, al hacer la relación entre el tamaño de la organización y la estrategia empresarial, se puede observar como las PYMES compensan sus desventajas en capacidad instalada y capital de trabajo con tecnología que les permite absorber costos y proporciones de producción en economías fluctuantes.

Un factor muy importante a considera entre las ventajas competitivas de las PYMES es que su tamaño y flexibilidad siempre les permite una respuesta rápida ante los cambios en el entorno, facilitando su integración en la economía productiva sea como proveedores eficientes de bienes intermedios o finales de servicios, que les permite ser partícipe del surgimiento de empresas nacionales más grandes.

Es considerable también su principal vulnerabilidad son los ciclos recesivos extensos donde al desacelerarse la economía estas se ven obligadas mermar margen y reducir costos incurriendo en algunos casos a un irreparable deterioro de la calidad, lo que consecuentemente lleva a pérdida de clientes y en algunos casos esto desencadena la espiral que conduce a la quiebra.

Bolsa de Valores.

Breve Reseña Histórica

Muchos sistemas económicos de diferentes países pueden rastrear parte de su florecimiento al nacimiento de los mercados financieros, en 1698 en un lugar llamado Jonathan's Coffee House nace la bolsa de valores de Londres la cual fue el primer sitio de intercambio de capitales que sumado a los factores tecnológicos lograría para el 1800 el boom de producción conocido como la revolución industrial (LSE, 2017). Así mismo en 1819 un grupo de brokers², crearía en Estados Unidos la hoy famosa New York Stock and Exchange Board en la calle Wall, que dio paso a la época dorada y de florecimiento económico del país en general (NYSE, 2017). En 1969 la en ese tiempo llamada Comisión de valores, Corporación Financiera Nacional realiza la apertura de las bolsas de valores de Quito y Guayaquil para favorecer la creación de empresas y dinamizar la economía. Actualmente y pese a la modernización que muchas instituciones alrededor del mundo manejan, dichas bolsas de valores no han alcanzado todo su potencial (BVG, 2017).

Definición de Mercado de Valores

En un principio un mercado de valores se define como un lugar o situación que ofrece mecanismos para que los agentes en una economía puedan intercambiar sus recursos financieros, dando intermediarios para que los ofertantes de estos recursos los puedan hacer llegar más rápido a quienes los necesitan (Ayo Ñacato, 2015).

Clasificación del mercado de valores

En cuanto al mercado de valores y su composición se repasarán distintos aspectos de este; se inicia por el mercado primario o de emisores, en el cual las compañías publican sus acciones u obligaciones y las ponen disponibles para la compra de los demás agentes; el mercado secundario es en cambio donde se compra y vende los títulos ya emitidos, para este punto dichos valores ya corrigieron sus precios relativos producto del juego bursátil y

²*Brokers*: también llamados, corredores de bolsa, son agentes con licencia para la compra y venta de valores

se encuentran a valor de mercado; El mercado bursátil que es donde los mercados anteriormente mencionados se fusionan y se amplía el intercambio de títulos, bonos, acciones y demás instrumentos financieros; y por último, el mercado extrabursátil que es donde se negocian títulos que no necesariamente cotizan en bolsa de valores pero que están registrados por las compañías asociadas al mismo (Ayo Ñacato, 2015).

Roles e integrantes del mercado de valores

Mercado de Valores

La bolsa de valores tiene como objetivo el suministrar las herramientas necesarias para el intercambio eficiente entre emisores e inversores y además aporta a la economía con su diferentes funciones; de inversión, puesto que direcciona el ahorro de las personas hacia la inversión productiva en pro del desarrollo económico; la función de liquidez se cumple al permitir la rápida conversión de los bienes de capital en efectivo; su función informativa por la cual toda las transacciones y los valores de los diferentes títulos, bonos, acciones entre otros son conocidos y divulgados públicamente para quienes están dentro como para los que buscan información; y por último la función de protección contra la inflación, los rendimientos subyacentes asociados a este mercado, siempre buscan ser mayores que la inflación tanto para que sea rentable como para que sea atractivo invertir en la misma (Ayo Ñacato, 2015).

Casas de valores

Las casas de valores cumplen son una herramienta fundamental que ayuda tanto con capital propio, como el de sus clientes a elegir las mejores opciones y facilitar el trapazo de propiedad entre los diferentes productos financieros, así mientras los bancos actúan en el mercado financiero los bancos lo hacen de la misma forma en el mercado bursátil (Ayo Ñacato, 2015).

Fondos de Inversión

Son instituciones que tienen una relación personal con sus clientes, ya que estas realizan la tarea de administrar también dichos fondos, de esta manera buscan asegurar la rentabilidad de los fondos puestos a su disposición, estas compañías pueden ser: fondos de administración de inversión, donde el personal cualificado asume el rol de administrador de los fondos; fondos colectivos, estas buscan generar inversiones de largo plazo como fondos de pensiones, educación, entre otros que buscan generar un rendimiento medio pero atractivo para el cliente; y las firmas internacionales que manejan los fondos a escalas de mayores y en distintos mercados internacionales (Ayo Ñacato, 2015).

Calificadora de Riesgo

Una calificadora de riesgo revisa y audita la información de las compañías e instrumentos que se cotizan en bolsa de valores para garantizar que la información sea veraz y confiable, tras su revisión, estas proceden dar una calificación de riesgo con el cual el emisor y el inversionista pueden reconocer abiertamente y tomar una decisión de inversión informada (Ayo Ñacato, 2015).

Emisores de Valor

Son las entidades o empresas sean públicas o privadas que tienen la autorización de la Bolsa de Valores para emitir títulos; como serían los títulos de contenido crediticio estos títulos comprenden los derechos a recibir el pago del capital y los rendimientos financieros, en los términos y condiciones señalado; los valores de participación, al obtener estos títulos, el inversionista logra un derecho o alícuota en el patrimonio de interés único conformado por los activos; y los títulos mixtos Son los valores que perfeccionan los dos valores anteriores títulos de fondo crediticio y valores de participación.

Estructura y ley del mercado de valores

Estructura

El mercado de valores a nivel nacional está estructurado con dos entes reguladores claves que son el Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de compañías, mientras en sus partícipes encontramos los emisores de valores, intermediarios de valores en la mayoría de los casos estos están representados por las casas de valores, los inversionistas institucionales y por participante que prestan servicios en el mercado de valores.



Figura1. Estructura del Mercado de Valores.

Tomado de: Recuperado de ESPE “Diseño de un portafolio eficiente de acciones cotizadas en el mercado de valores ecuatoriano” (Pilatasig, 2014)

Ley del mercado de valores

La ley tiene como objetivo lograr, a través de instrumentos financieros, una mejor canalización del ahorro hacia sector productivo de bienes y servicios y por ende propender a una mayor generación de empleo. Según el artículo dos de la ley será aceptado como valor todos aquellos instrumentos que reúnan las características de negociabilidad, transferibilidad, fungibilidad y aceptación general propias de un valor. En su artículo tres

la misma ley contempla el sector público y privado, las operaciones del sector publico solo usaran los mecanismos previstos en la ley, mientras en las operaciones del sector privado se considerarán tales siempre que; participe de forma directa un comprador y vendedor; que se involucren valores no inscritos en el registro del mercado de valores; y la que comprendan valores que, estando inscritos, son producto de la transferencia de acciones (Ley de Mercado de Valores, 2006, pág. 2).

De acuerdo al mismo cuerpo legal, los organismos reguladores del mercado de valores en el ecuador son:

El Consejo Nacional De Valores

Este organismo está encargado de establecer la política general y de regular el funcionamiento, el mismo será integrado por 7 miembros cuatro del sector privado y 3 del sector público con el propósito de garantizar la transparencia del mercado esta ley y sus normas complementarias (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Superintendencia de Compañías

Dentro de la misma se crea el registro del mercado de valores en el cual se inscribirá toda la información pública respecto a los participantes, esta información puede ser de orden legal, económico, financiero, entre otras; se considerará toda la información que pueda incidir en la decisión de inversión.

La misma superintendencia, según lo señalado en el artículo ocho, es la única con la potestad de autorizar la oferta pública de los distintos instrumentos financieros siempre que después de su revisión esta cumpla con la normativa y se encuentre debidamente inscrita en el registro del mercado de valores (Ley de Mercado de Valores, 2006, pág. 16).

Instrumentos genéricos en el mercado de valores

Acciones

Estas comprenden un título que representa parte del capital suscrito por la misma, y se clasifican de la siguiente manera; en su relación al titular de la acción pueden ser ordinarias y preferentes, las ordinarias son de renta variable y generarán dividendos dependiendo del giro de la empresa, mientras que las preferentes recibirán una renta fija independientemente del giro de la empresa, en ambos casos estos accionistas no tienen derecho a voto. Con relación a los derechos del accionista liberadas o no liberadas, las liberadas reciben un pago por la después de las cuales terminan su vida útil y las no liberadas que son las pendientes de pago o con pagos parciales (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Obligaciones

Las obligaciones, también conocidas como bonos, son títulos de renta fija que crean una deuda del emisor a favor del comprador de los bonos; por su clasificación estos pueden ser de corto plazo, de largo plazo y convertibles. Todo bono con fecha de pago menor a 360 días con relación a su emisión es considerado una obligación de corto plazo, mientras que todos los que tienen una fecha mayor a los 360 días con relación a su emisión es considerada de largo plazo. Por otro lado, las convertibles son obligaciones que dan al portador el derecho de solicitar el pago o exigir que sean convertidas en acciones (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Titularización

Es una herramienta financiera mediante la cual se obtiene liquidez por medio de la transformación de activos fijos o corrientes, fraccionados y que no representan para la empresa liquidez directa, de difícil negociación en títulos de valores para poder ser

negociados. Los activos generalmente sujetos a este tipo de negociación suelen ser los siguientes:

Cartera

En este tipo de titularización se vende los flujos futuros a inversionistas por medio de intermediarios financieros, es decir se ceden los derechos de pago de capital e intereses a quien estén dispuestos a comprar dicha cartera. En este proceso exclusivamente se titulariza una misma cartera, es decir, no puede titularizarse distintos tipos de deuda y los principales requisitos para efectuar este instrumento son que el monto máximo a titularizar no sobrepase la totalidad del capital no pagado de la cartera transferida y se puede establecer procesos de emisión por tramos (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Inmuebles

Para este instrumento se elabora un contrato mercantil en el cual un inmueble o la administración del mismo se ponen en garantía, estos son trasladados a un patrimonio autónomo que maneja una fiduciaria y por medio de esta se emiten los títulos. Una vez vendidos y que el flujo de caja ha sido captado, los recursos se transfieren a la administración de la empresa que sirve de agente originador (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Proyectos inmobiliarios

Mediante este instrumento se puede obtener recursos mediante la emisión de títulos de renta fija, variable, mixtos y de participación, esta última incluye derechos sobre un patrimonio autónomo de uso particular de un inmueble además de todas las fases y estudios que se necesiten para la construcción de dicho bien (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Flujos de Fondos en general

Para la mayoría de los procesos de titularización se realiza el traspaso de ciertos activos que representan el derecho de cobro a futuro de un patrimonio autónomo. En este caso particular se transfiere el derecho a cobro de los flujos de caja esperado de acuerdo al plazo de vencimiento, estos flujos deben ser calculados y proyectados estadísticamente con información no menor a tres años (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Requisitos para cotizar en bolsa de valores

Información financiera

Parte de los requisitos de información son los estados financieros, estos deben estar auditados y con sus respectivas notas para garantizar la veracidad de la información presentada a los inversionistas y por ende que los mismos puedan tomar una decisión consciente e informada de donde están invirtiendo su dinero (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Información Histórica y de mercado

Parte de la información que buscan los inversionistas en búsqueda de compañías es su historia y su desempeño en su segmento de la economía y su interacción con la misma, si tiene una política de dividendos y con qué frecuencia se pagan, la política de crédito, su apalancamiento y su calificación de riesgo (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Información recursos humanos y legal

En cuanto a la documentación interna de las empresas, entre los principales requisitos que se solicitan tenemos , número de trabajadores por áreas al primer semestre del año en curso, principales administradores con el tiempo que llevan ejerciendo dicho cargo, RUC, logo digital, nombramiento, copias de cédulas y certificados de votación de los representantes legales y accionistas, detalles de juicios si los hubiere y los valores de los mismos, escrituras de constitución y si los hubiere reformas a los estatutos de la empresa,

certificados bancarios, detalles de empresas vinculadas y detalle de participación en capitales de otras empresas (Ley de Mercado de Valores, 2006).

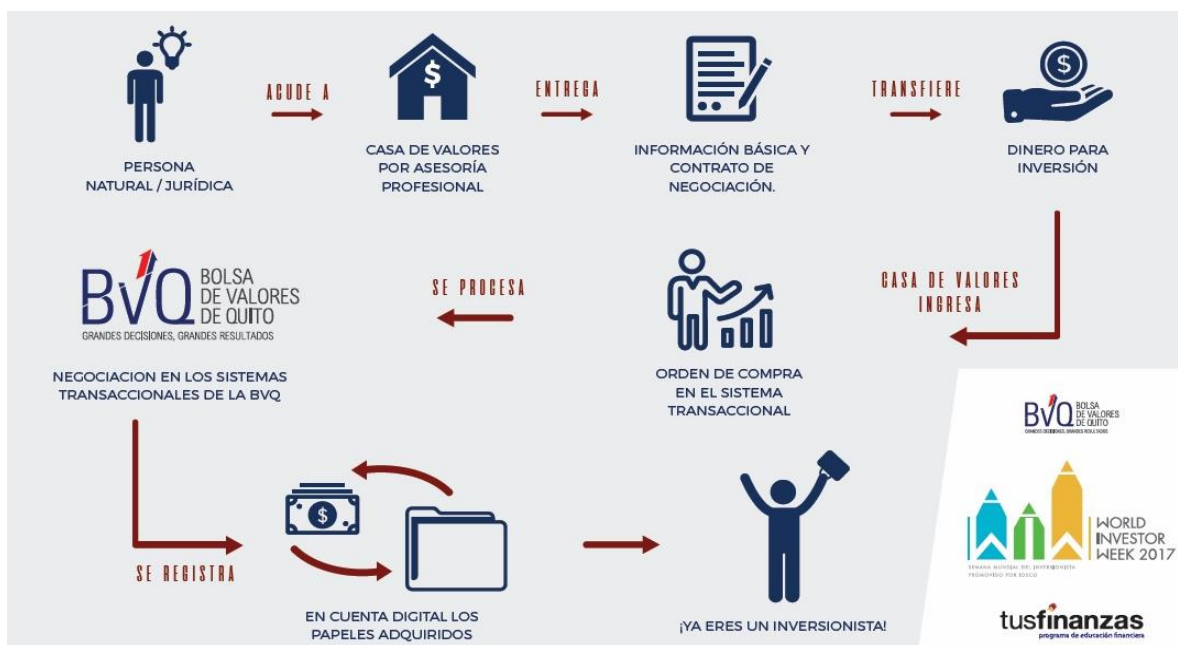


Figura2. Cómo se realiza una inversión en el mercado de valores ecuatoriano.

Tomado de: tus finanzas, <https://tusfinanzas.ec/blog/category/la-bolsa-de-valores-y-su-funcionamiento/> (Tusfinanzas, 2018)

Formas de obtener financiamiento para PYMES por medio del mercado de valores

Por la vía del Activo

Titularizaciones

Como ya mencionamos estas comprenden la sesión de derechos de cobro sobre activos fijos o corrientes que no puedan ser transformados rápidamente en efectivo, es decir, activos ilíquidos (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Facturas Comerciales Negociables

Se entiende como la venta de facturas emitidas por la empresa a un inversionista, de esta manera la empresa obtiene liquidez al vender el derecho de cobro de la factura, todos los emisores que hayan realizado ventas a crédito pueden hacer uso de este instrumento

financiero. Es ente caso la empresa a la que se le emitió la factura se vuelve garante del pago de los valores inscritos en el instrumento (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Notas de Crédito del SRI

Son valores normativos por medio de los cuales la entidad pública reconoce la existencia de un flujo o un monto a ser devuelto al emisor del título, por lo el mismo vende el derecho de cobro de los mismo a un inversionista a cambio de dinero por lo cual la entidad pública se vuelve garante del pago (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Por la vía del Pasivo

Bonos de deuda

Es un instrumento particularmente útil para aquellas empresas que requieren financiamiento de mediano o largo plazo y que tiene la característica de ser versátiles adaptar su estructura a las necesidades de la deuda de manera que no ejerce presión sobre el flujo de efectivo (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Obligaciones

Las principales emisoras de obligaciones compañías anónimas, responsabilidad limitada, extranjeras y organismos seccionales; para financiar sus actividades productivas mediante este instrumento por el cual se obtienen recursos de inversionistas con derecho a cobro de capital e interés (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Obligaciones convertibles en acciones

Estos valores son de renta fija dan el derecho al inversionista de optar por exigir el pago de capital e intereses o en su defecto ser partícipe de la sociedad accionaria en la proporción del valor negociado en el instrumento financiero. Generalmente estos valores los emiten las sociedades anónimas (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Papel comercial

Es un valor emitido a corto o mediano plazo comúnmente utilizado para financiar capital de trabajo ya que el pago del capital se ejecuta siempre al vencimiento que puede ser hasta cinco años, mientras que los intereses se pagan de acuerdo con el vencimiento acordado en el instrumento y su principal ventaja es que se pueden hacer varias emisiones de acuerdo a las necesidades de la empresa (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Pagarés

Los pagarés se negocian en el mercado de valores tal como en cualquier compromiso legal y consiste en que el emisor, generalmente una empresa, se compromete a pagar el capital y los intereses a un inversionista en un tiempo determinado (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Por la vía del patrimonio

Acciones

Las acciones son el más simple de los métodos y constituye una sesión de los derechos de propiedad de la empresa y el valor de estas se encuentra directamente atado al desempeño de la empresa. Por este contexto también generan otorgan derecho a utilidades y se las usa mucho para facilitar la valuación de la empresa. Este instrumento permite no solo fortalecer la dirección empresarial sino también financiarse sin que esto constituya deuda (Ley de Mercado de Valores, 2006).

CAPÍTULO II: MARCO REFERENCIAL

Bolsa de Valores, su importancia a nivel mundial, regional y local

Los estudios relacionados a la bolsa de valores cubren muchos campos la mayoría de los cuales van desde su impacto incremental sobre la economía, sus ventajas comparativas en para la generación de valor y riqueza (Rothchild, 2014).

Pero también, en caso de sus detractores, se señalan sus efectos nocivos sobre la producción real de bienes y servicios en la economía (Foroohar, 2016). En esta este capítulo se buscará hacer alusión a los estudios que den una idea más conciliadora entendiendo primero que factores se destacan en las bolsas de valores eficientes y que peligros son los principalmente mencionados.

Su importancia a nivel mundial se da porque en general los primeros experimentos sobre la bolsa de valores intentaron vincular a las mismas con diferentes variables macroeconómicas, en un estudio realizado por el Phd. Robert Gay (2004) de la universidad Nova South Eastern de Estados Unidos, se usó una prueba de Dickey-Fuller con el fin de determinar la existencia o no de una relación entre las raíces de una serie de tiempo de la forma $y_t = \rho y_{t-1} + u_{nt}$.

Para el caso de estudio y_t es el precio de la acción en los diferentes mercados de Brasil, Rusia, India y China consideradas para la fecha en que se realizó el estudio como economías emergentes, ρy_{t-1} es el precio de la acción en el periodo anterior más el efecto de una constante y por último el término u_{nt} representa la raíz de un factor macroeconómico específico, como son la inflación, el tipo de cambio, el precio del petróleo, entre otros.

El estudio llega a la conclusión de que los factores exógenos con pesos estadísticos significativos para explicar las variaciones de los precios de las acciones son; el tipo de cambio, excepto para economías con tipo de cambio fijo, debido a que al no tener un tipo

de cambio fijo la devaluación de la moneda fomenta la especulación y fomenta el juego cambiario.

Mientras que de los factores internos la variable estadísticamente significativa relevante fue la inflación, esto tiene sentido puesto que para ciertas economías esta tiene una directa relación causa efecto con el precio del petróleo y el tipo de cambio (Gay, 2016).

Este estudio ofrece observaciones importantes para el mercado de valores ecuatoriano debido a que al estar dentro de una economía dolarizada las acciones no se verían afectadas por el tipo de cambio ya que es cero; a este factor se puede sumar una inflación que se puede considerar controlada porque desde la dolarización en el año 2000 la misma ha tendido a mantenerse en un solo dígito desde el año 2003 como se muestra en la tabla 1. Mientras la perspectiva de la misma se encuentra en 3.6% para el final del 2018 y 1.7% para el 2019.

Si se considera a las variables tipo de cambio e inflación como los principales factores generadores de mercados de valores eficientes en economías emergentes, Ecuador no tiene tipo de cambio y su inflación está controlada, existe una mayor probabilidad de que en nuestro país se pueda desarrollar un más participativo mercado de valores.

El hecho de que no haya sucedido hasta la actualidad genera más inquietudes en cuanto a otros factores probablemente endógenos que requieran mayor atención y estudio por parte de la academia.

El sucre fue la moneda de circulación oficial en el país hasta inicios del año 2000. Para el año 1990 la cotización del dólar era de 884 sucres, pero en base a continuas devaluaciones del sucre dicha cotización llegó a 2.922 para el año de 1995, es decir el dólar se había apreciado con respecto al sucre en 231% en ese periodo. Para el año 1998 la cotización del dólar llegó a 6.765 sucres, representando una apreciación del dólar de 132%

entre 1995 y 1998. Pero fue para el año 1999 en donde las devaluaciones fueron aún mayores, teniendo una apreciación del dólar en 194% en un solo año. Finalmente, para el año 2000 la cotización del dólar fue de 25.000 sucres, lo cual hizo insostenible la política monetaria con moneda propia y se optó por la dolarización.

Tabla 1

Inflación anual post dolarización

AÑO	INFLACION	Tipo de Cambio
2000	96.09%	S/.25.000
2001	37.68%	Dolarización
2002	12.48%	Dolarización
2003	7.93%	Dolarización
2004	2.74%	Dolarización
2005	2.41%	Dolarización
2006	3.03%	Dolarización
2007	2.28%	Dolarización
2008	8.40%	Dolarización
2009	5.16%	Dolarización
2010	3.56%	Dolarización
2011	4.48%	Dolarización
2012	5.10%	Dolarización
2013	2.74%	Dolarización
2014	3.58%	Dolarización
2015	3.97%	Dolarización
2016	1.73%	Dolarización
2017	2.64%	Dolarización

Adaptado de: (Banco Central del Ecuador, 2018)

<https://sintesis.bce.fin.ec/BOE/OpenDocument/1602171408/OpenDocument/opendoc/openDocument.faces?logonSuccessful=true&shareId=1>

En cuanto a los posibles efectos adversos del mercado de valores, tras la crisis financiera de Wall Street en el 2008, se empezó a desarrollar la idea de que financiarización de la economía al cambiar el incentivo de las empresas a producir mejor y generar menores costos para dedicarse a generar mayor valor de mercado para las acciones y demás instrumentos financieros. Estas generaron un mercado especulativo en el cual sin una regulación adecuada la bolsa de valores se transformó en una máquina de generar crisis financieras antes que una ayuda para el crecimiento de una nación (Chomsky, 2009).

A nivel del mercado ecuatoriano, evidenciado del mercado mundial y con la ayuda de la Asamblea Constituyente, en el 2014 se reforma la ley del mercado de valores y esta se mantiene hasta la actualidad con sus distintos cambios y adecuaciones menores. Pero al parecer la misma no ha generado las facilidades para un impulso del mercado puesto que la participación históricamente no ha superado el 10% de la participación en el PIB

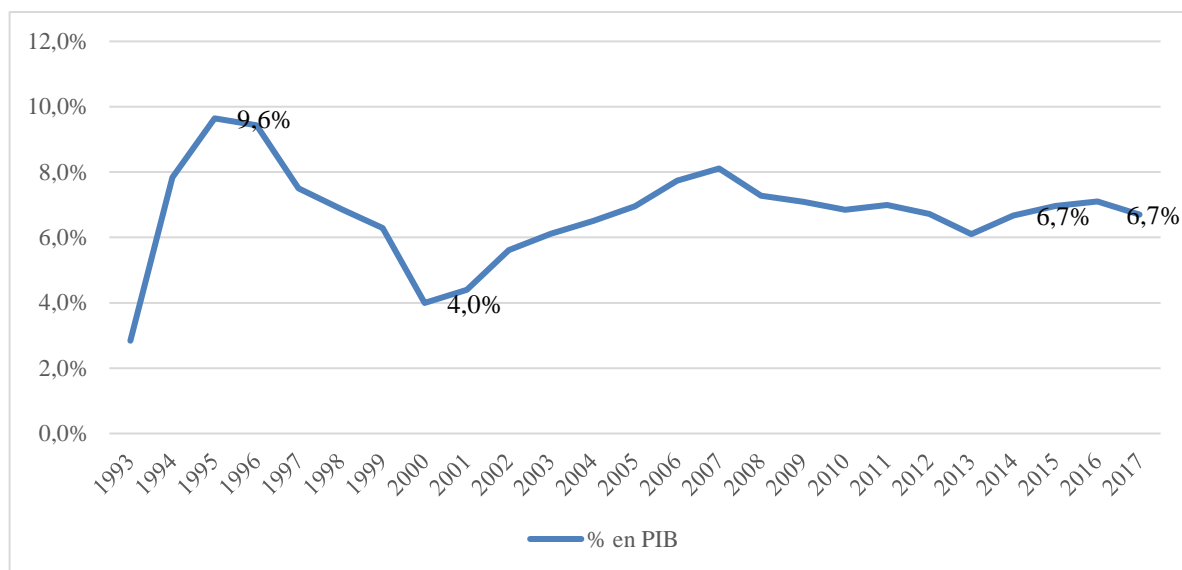


Figura3. Participación histórica del mercado de valores en el PIB.

Adaptado de: (Federal Reserve Economic Data, 2018) <https://fred.stlouisfed.org/series/DDDM01ECA156NWDB>

Para América latina al igual que a nivel mundial las principales investigaciones buscan determinar los factores generadores de eficiencia en la bolsa de valores. Partiendo de la definición de que los mercados eficientes son aquellos donde los agentes toman las decisiones con información completa y de manera racional (Samuelson, 1965) un estudio de la universidad de Bucaramanga, Colombia intento comprobar la eficiencia débil de distintos mercados de valores de América latina.

La principal hipótesis de esta investigación se centra en aseverar que la eficiencia en los mercados de México, Brasil, Colombia, Chile y Perú se encuentran en un estado similar a los de las economías de los considerados tigres asiáticos 15 años antes de su despegue.

Tabla 2

Variación de la Inversión Extranjera Directa (miles de dólares)

AÑOS	TOTAL	VAR %	Origen de la Inversión
2002	783,261		América
2003	871,513	10.1%	Comunidad Andina
2004	836,940	-4.1%	Resto de América
2005	493,414	-69.6%	Europa
2006	271,429	-81.8%	Asia
2007	194,159	-39.8%	África
2008	1,057,126	81.6%	Oceanía
2009	308,592	-242.6%	
2010	165,836	-86.1%	
2011	644,072	74.3%	
2012	567,487	-13.5%	
2013	727,033	21.9%	
2014	772,270	5.9%	
2015	1,322,490	41.6%	
2016	767,414	-72.3%	
2017	618,432	-24.1%	
2018*	529,983	-16.7%	

Nota:*hasta el segundo trimestre del 2018

Adaptado de: (Banco Central del Ecuador, 2000 - 2018)Tabla Inversión Directa por país de Origen

En este estudio cabe notar la profundidad del análisis puesto que va desde el análisis exploratorio de las series financieras hasta test de Ljung Box y Bartlett para comprobar que las correlaciones halladas no son iguales a 0. De esta serie de análisis se puede concluir que a diferencia de los países asiáticos cuyos principales factores generadores de eficiencia en las bolsas de valores fueron extensos convenios comerciales, la generación de nuevos productos financieros como opciones y futuros, el mejor y más grande flujo de información facilitado por la internet y las operaciones en línea; en las economías

latinoamericanas el mayor impulso se debió a la inversión extranjera directa generada por las grandes economías tras la crisis del 2008 puesto que al no estar tan ligadas al mercado inmobiliario norteamericano estas se encontraron en una posición más estable y segura para el inversionista al momento de la crisis (Duarte & Mascareñas, 2014).

De estas conclusiones, para el caso de las bolsas de valores en Ecuador, se evidencian en la figura 3, que no han crecido significativamente en su aporte al PIB pese a que si existió un incremento de la inversión extranjera directa en los años 2013 al 2015 como se muestra en la Tabla 2, este no generó un movimiento hacia la eficiencia ni en la participación del mercado de valores.

Por otro lado, una de las variables mencionadas como generadoras de mercados de valores eficientes es la búsqueda de convenios y apertura comerciales, para el caso de Ecuador destacan en este rubro el convenio con la Unión Europea el cual fue renovado en el 2017 y que aportó con el 21% de la inversión extranjera directa como se puede observar en la Tabla 3. Es importante anotar que pese a la disminución en el año 2016 y 2017 la perspectiva para el 2018 es mucho más prometedora debido que hasta el segundo trimestre de este año ya se ha alcanzado la cifra de 529 millones lo que representa el 85.7% con relación al año anterior. Por lo cual se puede argumentar que Ecuador cuenta con este factor de eficiencia para su mercado de valores y que debería ser aprovechable en el corto plazo por las empresas del país.

Tabla 3

Participación EUR y USA en la Inv. Ext. Directa (miles de dólares)

AÑOS	TOTAL	EUROPA	USA	% EUR	% USA
2002	783,261	129,059	440,931	16.5%	56.3%
2003	871,513	153,312	(47,333)	17.6%	-5.4%
2004	836,940	108,833	78,537	13.0%	9.4%
2005	493,414	(192)	(77,197)	0.0%	-15.6%
2006	271,429	83,795	(159,794)	30.9%	-58.9%
2007	194,159	231,685	49,848	119.3%	25.7%
2008	1,057,126	354,446	(28,502)	33.5%	-2.7%
2009	308,592	98,226	(607,083)	31.8%	-196.7%
2010	165,836	(7,315)	(535,180)	-4.4%	-322.7%
2011	644,072	107,309	11,621	16.7%	1.8%
2012	567,487	118,873	93,513	20.9%	16.5%
2013	727,033	189,541	41,913	26.1%	5.8%
2014	772,270	178,742	10,099	23.1%	1.3%
2015	1,322,490	464,624	186,172	35.1%	14.1%
2016	767,414	550,496	87,598	71.7%	11.4%
2017	618,432	134,240	35,055	21.7%	5.7%
2018*	529,983	177,663	19,273	33.5%	3.6%

Nota: * hasta el segundo trimestre del 2018

Adaptado de: (Banco Central del Ecuador, 2000 - 2018)Tabla Inversión Directa por país de Origen.

En lo concerniente a la segunda variable que es la generación de nuevos productos financieros, la reforma a la ley del mercado de valores del año 2014 dispuso la creación de garantías que volvieran más seguros los instrumentos como son la venta de facturas comerciales y papeles comerciales. También se permitió la negociación de notas de crédito tributario. Pero las mismas como ya vimos en la figura 3 no han sido el impulso que se tenía esperado.

La última variable es el mayor y mejor flujo de información provisto por el mercado, en este sentido las empresas ecuatorianas llevan desventajas. Méndez (2015) afirma:

Empresas familiares cerradas. Mercado mayoritario de PYMES con bajo acceso e incentivo a conocer sus opciones de fuentes de financiamiento... Información insuficiente, poco amigable y desactualizada que impide a un no conocedor del tema, involucrarse rápidamente en operaciones bursátiles con solo hacer un clic como lo logran portales financieros en la web.

Por lo cual este factor en particular es considerado el punto débil en la actualidad de los mercados de valores ecuatorianos, para solucionar este inconveniente se viene trabajando desde entidades como la superintendencia de compañías y el servicio de rentas internas en automatizar el mercado local.

Un paso importante es la facturación electrónica que en su cronograma empezó a ser obligatoria desde noviembre del 2018 y se espera que para enero del 2021 todas las operaciones entre consumidores y compradores se manejen de manera electrónica.

En el ámbito nacional el estudio del mercado de valores como en América Latina se ha centrado en medir su eficiencia débil, media fuerte o fuerte. Y como ya se ha analizado en los apartados anteriores la economía local dispone de las variables para desarrollar los mercados de valores de forma eficiente. Entonces cabe la pregunta ¿Qué ha pasado históricamente? Y ¿Cómo se ha considerado la eficiencia en el mercado de valores local?

Para comprender los estudios locales se partirá del concepto de mercado de valores eficiente, el cual establece que estos son eficientes cuando la capacidad de ganancias extraordinarias se vuelve limitada, o en otras palabras dado el conocimiento general de la información relevante es muy complicado ganar en el juego especulativo (Dimson & Mussavian, 2000). De esto se puede deducir que un mercado con eficiencia débil es uno con menor susceptibilidad a la predicción de los resultados de los precios futuros, mientras

que uno con eficiencia media fuerte y fuerte de ganancias constantes, información completa y precios en su mayoría predecibles.



Figura4. Niveles de información de la hipótesis de Eficiencia del mercado.

Tomado de: Análisis de la eficiencia del mercado de valores ecuatoriano en el periodo 2002 - 2013 (Ochoa, 2014)

En un estudio realizado por la Pontifica Universidad Católica del Ecuador, se usó estudios de series de tiempo para comprobar la estacionalidad de los precios de los diferentes instrumentos en el mercado de valores ecuatorianos, para esto realiza una prueba de Dickey-Fuller Aumentada donde se asume que la raíz unitaria de los precios para cada instrumento financieros se comporta de la manera:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^n \alpha_i \Delta y_{t-i} + \mu_i$$

Donde β_1 es el efecto de una constante β_2 es el efecto explícito de la tendencia y se estima la hipótesis de que δ es significativa para la existencia de una raíz unitaria, es decir si $\delta = 0$ entonces la serie de tiempo no es estacionaria y si $\delta < 0$ la serie de tiempo es estacionaria.

El experimento para el caso de las bolsas de valores en el Ecuador concluye que los precios de los instrumentos financieros son aleatorios y por ende hay una presunción de eficiencia débil en el mercado, pero este puede ser asociado en su mayoría a la falta de información disponible para la toma de decisiones en el mercado local. Otra de las conclusiones del mismo estudio es las acciones de la superintendencia de compañías y la intendencia de mercado de valores para mejorar la fluidez de la información propendía a llevar a las bolsas de valores de Ecuador a niveles de eficiencia mayores (Ochoa, 2014).

Las PYMES, su importancia a nivel mundial, regional y local

Para las PYMES se realizan diferentes estudios todos los años con el fin de medir su importancia, participación de mercado y desempeño a diferentes niveles de la economía. Por esta razón, se tratará en este apartado de realizar un entendimiento general de las principales características de mercado que generan PYMES eficientes o un sector atractivo para que las mismas se desarrollen de manera integral.

En el año 2016 la Organización Mundial de Comercio dedicó su reporte anual al estudio de las PYMES, este basó su análisis en estadísticas descriptivas de los diferentes bancos centrales del mundo para obtener una perspectiva de las diferentes circunstancias que enfrentan las PYMES alrededor del mundo.

Entre las conclusiones del estudio se puede observar que la gran cantidad de productos y servicios da un tinte de heterogeneidad a las distintas firmas, además que gracias a la mejora tecnológica sobre todo en las formas de comunicación les ha permitido a distintas firmas pequeñas y medianas alcanzar mercados mundiales y una mayor cantidad de clientes lo cual hace algunos años atrás era un lujo que solo las grandes compañías multinacionales se podían permitir y por ende se genera un incremento beneficioso a nivel económico y social debido al aumento en la productividad y

satisfacción del consumidor generado de la diversificación de productos, servicios y calidades generados por las PYMES (World Trade Organization, 2016, p. 106).

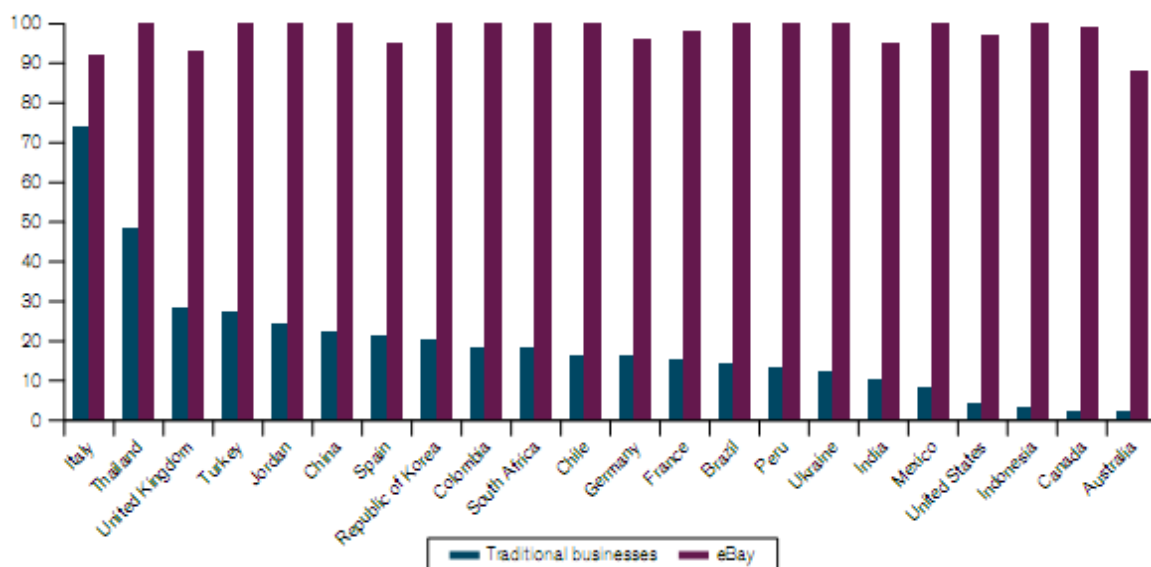


Figura5. Porcentaje de PYMES tradicionales y negocios con portales eBay o páginas web.

Tomado de: World Trade Report 2016 levelling the trading field for SMEs (World Trade Organization, 2016, p. 51)

El estudio también hace alusión a la participación de las PYMES en el mercado internacional por medio de la importación y exportación en su mayoría de servicios con una representación del 83% y 68% respectivamente (World Trade Organization, 2016, p. 38). En cuanto a la manufactura y agricultura los porcentajes son menores debido a que para las PYMES es complicado encontrar mercados extranjeros eficientes y son muy sensibles a los costos, asociados a las tasas aduaneras, tipos de cambio y demás requisitos para la participación en el mercado mundial.

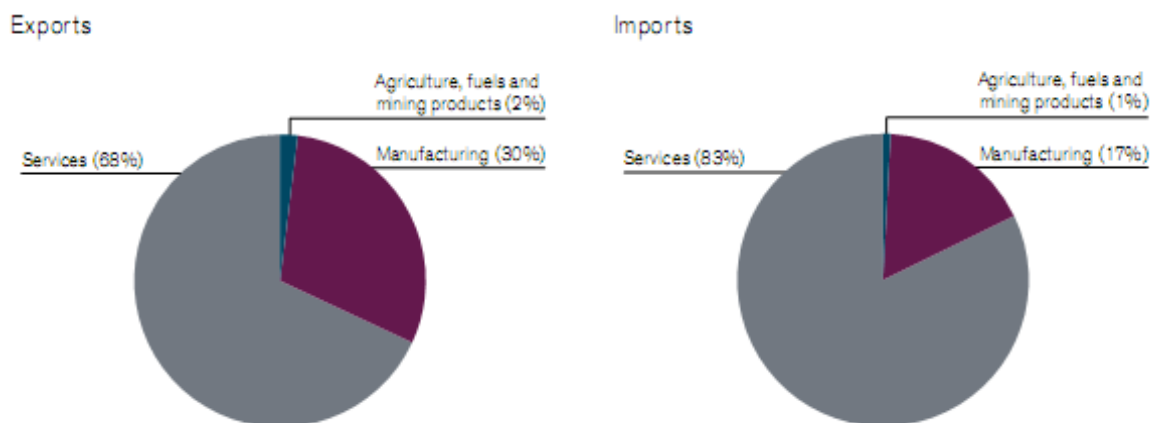


Figura 6. Exportación e importación de PYMES por categoría.

Tomado de: World Trade Report 2016 levelling the trading field for SMEs (World Trade Organization, 2016, p. 38)

Entre las consideraciones relevantes que presentan los estudios para América Latina se presentan sin número de investigaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). En resumen, estos destacan las variables que impulsan las instituciones financieras de los distintos países como son Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México y Perú para servir a la demanda de financiamiento por parte de las PYMES en sus respectivos mercados.

En los mismos se aprecia como metodología común modelos de regresión múltiple y análisis factorial del tipo $Y_t = \beta_0 + \sum_{t=1}^n \beta_n X_n + \varepsilon$ con sus diferentes variantes y test de comprobación. Entre las conclusiones comúnmente encontradas por estos estudios se encuentra que las variables que aportan en mayor medida a la aparición de PYMES son la adquisición de conocimiento empírico por parte de los emprendedores, y la innovación que empieza de manera informal. Por lo cual países con escuelas de emprendimiento donde la educación empírica es pasada de emprendedor a futuros emprendedores tienden a reducir el índice de quiebra empresarial (Dini, Rovira, & Stumpo, 2014, pág. 156).

Otra de las variables con una connotación importante es la innovación de técnicas o de productos, el adaptarse a nuevas realidades de mercado permite a las empresas

responder a diversas situaciones, en una encuesta realizada a PYMES con más de 3 años en el mercado se evidenció que estas atribuyen su éxito a diferentes factores descritos en la tabla 4 (Dini, Rovira, & Stumpo, 2014, pág. 152).

Tabla 4

Resultados obtenidos de Encuesta Empresarial

Atributo	% Respuesta
Mejorar la calidad de los productos	80%
Ampliar la gama de productos	80%
Aumentar la capacidad productiva	80%
Aplicación de nuevas tecnologías	80%
Nuevas habilidades del equipo de trabajo	80%
Nuevas líneas de negocio	80%
Desarrollo de proyectos	70%
Invertir en Investigación Y desarrollo	60%
Exportar a nuevos mercados	60%
Reducir costos de producción	50%
Mayor participación de mercado	50%
Mejorar el impacto ambiental	30%
Alcanzar regulaciones o estándares nacionales	20%

Adaptado de: CEPAL Políticas de innovación para PYMES en América latina (Dini, Rovira, & Stumpo, 2014, pág. 152).

Para América latina las estadísticas de las PYMES según un estudio de Fundación Mediterránea que generó estadísticas descriptivas con información de los distintos bancos centrales, señalan que las mismas mantienen suma importancia ya que estas siguen siendo las generadoras del 50% del empleo formal dando movilidad a la economía, pese a esta situación de importancia el 55,11% de las mismas no acceden a créditos de manera formal debido a los requisitos financieros que tienen en cada país. En cuanto a certificaciones de calidad que les permitan proyectarse a mercados extranjeros, menos de un 20% de estas se certifican ya sea por motivos de costo o por falta de una gerencia formal que defina o busque esa dirección para la estrategia empresarial; a pesar de esta realidad el promedio de PYMES con una página web en América latina es del 46,15%.

Estas estadísticas permiten suponer que aun cuando las tecnologías permiten una gran generación de PYMES y rápido crecimiento económico por el lado del empleo, pese a que no se han desarrollado los mecanismos necesarios en cuanto al sector formal como son los préstamos del sector bancario y el mercado de valores (Cohen & Baralla, 2012, pág. 3).

En cuanto a las circunstancias que generan obstáculos para las pymes en América latina el estudio revela que los rezagos se dan por la administración tributaria debido a que en la mayoría de los casos sobre todo en Ecuador la contabilidad formal que permita tomar decisiones y generar estrategias no es una prioridad sino que la misma se usa solo para la declaración tributaria; otro factor considerado obstáculo es el ya mencionado escaso acceso a financiamiento formal por ende las estrategias de inversión no siempre pueden apalancarse lo que obliga a las empresas a tomar riesgos de liquidez.

El estudio también considera al sector informal como un obstáculo que afecta mayormente a las pequeñas empresas ya que este puede incurrir en prácticas desleales de precios bajos. En consideración a los factores que la mediana empresa considera obstáculos, ese suma a las anteriores la estabilidad política y la legislación laboral, estas últimas son mayormente consideradas obstáculos en países como Ecuador y Venezuela. (Cohen & Baralla, 2012, pág. 19).

En Ecuador la Superintendencia de Compañías define las PYMES de acuerdo a su cantidad de personal y por sus ingresos en dólares como se describe en la Tabla 5. En un estudio para el observatorio de Economía Latinoamericana se usó estadísticas descriptivas para detallar las diferentes realidades de las PYMES en el país.

De este estudio se concluyó que las PYMES en nuestro en el mercado local componen el 84,3% de las empresas establecidas, también que estas se encuentran en diferentes áreas de la economía, pero su principal participación es en el sector comercial y de servicios. Estas además suministran el 37,7% de la población económicamente activa ocupada

formalmente por lo que aportan al seguro social y las mismas aportan a la generación de una diversidad de bienes y servicios al PIB en hasta el 13% para el año 2017 (Yance, Solís, Burgos, & Hermida, 2017, pág. 9).

Tabla 5

Clasificación de las microempresas por número de trabajadores e Ingresos

Sector	Personal	Ingresos
Microempresas	De 1 a 9	0 - \$100.000
Pequeña Empresa	De 10 a 49	Entre \$100.001 - \$1.000.000
Mediana Empresa	De 50 a 199	Entre \$1.000.001 - \$5.000.000
Grande Empresa	Mayor a 200	Mayor o Igual – 5.000.001

Adaptado de: Superintendencia de compañías

<https://appscvs.supercias.gob.ec/rankingCias/> (Superintendencia de Compañías, 2018).

Pese a contribución en el PIB al ser las PYMES gran parte del mercado se puede asociar sus características de flexibilidad y adaptabilidad al mismo mercado. Por este motivo se puede esperar que la tendencia del mercado ecuatoriano tenga una buena perspectiva de crecimiento en los próximos años. Otra tendencia que está siendo marcada por las PYMES a nivel nacional es la conciencia social, especialmente en el aspecto ambiental, puesto que las estrategias sostenibles apelan mucho a la continuidad en los negocios (Yance, Solís, Burgos, & Hermida, 2017, pág. 17).

El contexto actual del Financiamiento de PYMES y bolsa de valores.

Es objetivo principal de este estudio es analizar los métodos de financiamiento de las PYMES en la bolsa de valores ecuatorianas, en cuanto a ello existen un sin número de estudios con relaciones al financiamiento sus diferentes métodos y en su forma más concreta su acceso a este por parte de las PYMES. En este apartado se repasará como los estudios han abordado esta problemática que representa uno de los ya mencionados obstáculos de crecimiento para las PYMES puesto que no todas logran un crecimiento para sus proyectos como consecuencia de su escaso acceso a la financiación.

A Nivel Mundial

El financiamiento para las PYMES en los últimos años sufrió un revés tras la crisis financiera del 2008, los países cuyos mercados financieros sufrieron una contracción debido a la burbuja inmobiliaria redujeron y fijaron aún más rigurosos estándares para los préstamos afectando a ese sector representativo para el crecimiento de la economía como un todo.

En un estudio de la Tilburg University se buscó investigar y detallar los factores que limitan las opciones de financiamiento para las PYMES en países en vías de desarrollo para detallar estas variables se consideró estadísticas descriptivas para determinar las formas de financiamiento más usadas y las principales características en estas para así determinar de qué manera las diferentes alternativas de financiamiento se relacionan (Beck, 2017).

Entre las conclusiones del estudio se evidencia, como ya se había estipulado en apartados anteriores que la forma de financiamiento a la que regularmente recurren las PYMES a nivel mundial son los bancos, ya sea por la vía de préstamos productivos que a nivel nacional según cifras del banco central está a una tasa del 10.9% anual a noviembre del 2018 o por medio de las tarjetas de crédito la cual como préstamo de consumo se encuentra en Ecuador a una tasa del 16.57% como se muestra en la tabla 6. A pesar de que dichas tasas son obviamente altas la razón principal para esta realidad es que no hay asimetría de información, es decir el banco mitiga su riesgo con la certeza de calificar un cliente con información completa mientras el cliente sabe del banco cuanto es su cuota, su plazo y sus medios de pago.

Tabla 6

Tasa de interés Activa

Tasa Referencial		Tasa Máxima	
Segmento	% anual	Segmento	% anual
Productivo Corporativo	8,78	Productivo Corporativo	9,33
Productivo Empresarial	9,93	Productivo Empresarial	10,21
Productivo PYMES	10,90	Productivo PYMES	11,83
Comercial Ordinario	8,28	Comercial Ordinario	11,83
Comercial Prioritario Corporativo	8,47	Comercial Prioritario Corporativo	9,33
Comercial Prioritario Empresarial	9,83	Comercial Prioritario Empresarial	10,21
Comercial Prioritario PYMES	10,82	Comercial Prioritario PYMES	11,83
Consumo Ordinario	16,57	Consumo Ordinario	17,30
Consumo Prioritario	16,64	Consumo Prioritario	17,30
Educativo	9,48	Educativo	9,50
Inmobiliario	10,04	Inmobiliario	11,33
Vivienda de Interés Público	4,84	Vivienda de Interés Público	4,99
Microcrédito Minorista	26,70	Microcrédito Minorista	28,50
Microcrédito de Acum. Simple	23,70	Microcrédito de Acum. Simple	25,50
Microcrédito de Acum. Ampliada	20,31	Microcrédito de Acum. Ampliada	23,50
Inversión Pública	8,37	Inversión Pública	9,33

Adaptado de: Sector monetario y financiero, tasas de interés (Banco Central del Ecuador, 2018)

El segundo factor considerado es el marco regulatorio para los fines del apalancamiento, siempre se espera que los gobiernos tomen las mejores medidas para agilizar el financiamiento mientras a su vez ponen contra medidas que eviten préstamos imprudentes y burbujas financieras; en nuestro país dichas medidas fueron adoptadas en 1999 por el entonces congreso de la república tras la crisis financiera que desembocó en la adopción del régimen monetario conocido como dolarización, la creación de la junta bancaria para la regulación del sistema financiero y así recuperar la confianza en el mismo. En ese entonces se establecieron las políticas para préstamos, pero no han recibido mayor cambio desde su creación lo que convierte a estas políticas en un factor a considerar para la evaluación de mecanismos de financiamiento que apoyen a las PYMES (Tenesaca, Villanueva, & Malo, 2017).

En América Latina

Para el caso de las PYMES en América Latina la situación del financiamiento refleja claras diferencias con relación al resto del mundo, el estudio de la CEPAL para la inclusión financiera y la inserción productiva de las PYMES en agosto del 2018 refleja que la relación deuda PIB para América Latina es de 49,2% mientras la relación mundial es de 131,4% lo cual muestra la deficiencia de los sistemas financieros latinoamericanos para proveer a la demanda. Independientemente de su tamaño el promedio de empresas con cuenta de ahorro en el sistema financiero es de 58,6%, el desempeño de los préstamos se desempeña de diferentes maneras llegando en los mercados mejor desarrollados al 57,5% mientras que en los de menor desarrollo son del 26,8%.

En el rubro de los préstamos para inversión, las PYMES aportan con el 39,6% en los mercados más desarrollados y en el 2% en los mercados de menor desempeño lo que deja en claro que la mayoría de las PYMES buscan financiarse con recursos propios (Ferraz & Ramos, 2018, pág. 18).

El estudio también sugiere que los obstáculos principales para las motivaciones para no obtener un préstamo que financie sus proyectos es que “no lo necesitan”, confían en el uso de capital propio para sus proyectos.

En el caso de su capital de trabajo, las empresas buscan el apalancamiento de sus proveedores para mejorar su ciclo de conversión del efectivo, otra opción es la emisión de cheques posfechados lo cuales no son ilegales, pero representan operación crediticia riesgosa. Las demás fuentes consideradas como recurrentes son préstamos de amigos, parientes en un menor porcentaje usureros (Ferraz & Ramos, 2018, pág. 21).

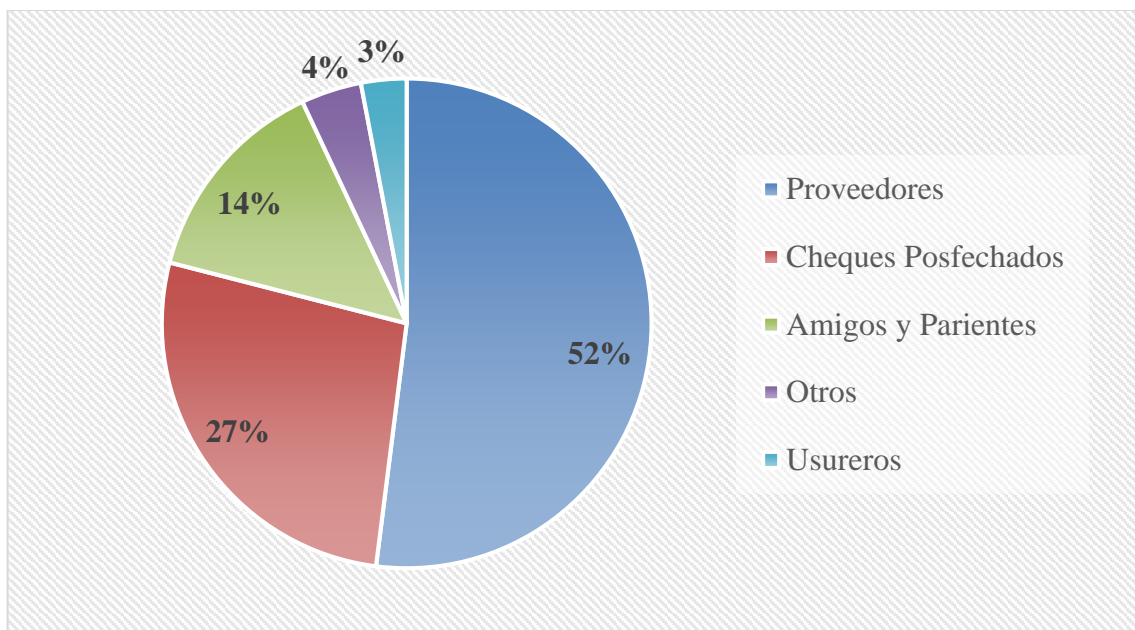


Figura 7. Preferencia de financiamiento por parte de las PYMES

Adaptado de: Modalidades de financiamiento para PYMES (Ferraz & Ramos, 2018, pág. 22)

El estudio concluye con la comprensión de la necesidad de políticas públicas necesarias para mejorar el desempeño del financiamiento, entre éstas se menciona la necesidad de la continuidad política, el fomento de una sólida estructura de capital e instrumentos financieros ajustados a la demanda de las empresas de menor tamaño. También considera que la mejora de respuesta a las solicitudes de crédito, es decir mejores tiempos operativos para la aprobación y acreditación de estos.

Por último, se menciona que la asistencia técnica para emprendedores y directores de PYMES es tan importante como las opciones de financiamiento.

En Ecuador la CFN mantiene la propuesta operativa de aprobación en 15 días, con todos formularios y listados de documentación requeridos accesibles por medio de la página web de la institución y capta el 2,3% de la demanda de créditos según datos del banco central. De la misma manera el Banco pacifico presenta la calificación de crédito en línea por medio de la cual se puede saber si se aplica o no a un crédito.

Estas opciones permiten a la banca dar señales de avanzar en la dirección correcta como lo menciona el estudio de la CEPAL por lo cual se esperaría que las políticas en función de un mejor financiamiento para las PYMES se implementen para favorecer opciones en el mercado de valores.

A Nivel Local

A nivel nacional las investigaciones con relación al financiamiento mediante el mercado de valores tienden a concentrar su atención en la emisión de títulos por parte de empresas, sean instrumentos como acciones u obligaciones. Pero centraremos nuestra atención en los estudios que la describen usando la metodología de estadísticas descriptivas y encuestas a muestras aleatorias de empresarios.

De estos estudios se puede deducir las siguientes conclusiones, la ya mencionada preferencia de las PYMES por el financiamiento bancario y aún cuando no lo consideran adecuado debido a sus altos costos, plazos inasequibles, tramitología compleja y demora operativa y que las bolsas de valores eran la opción menos considerada a la hora de optar por financiamiento (Garcia & Villafuerte, 2015, pág. 70).

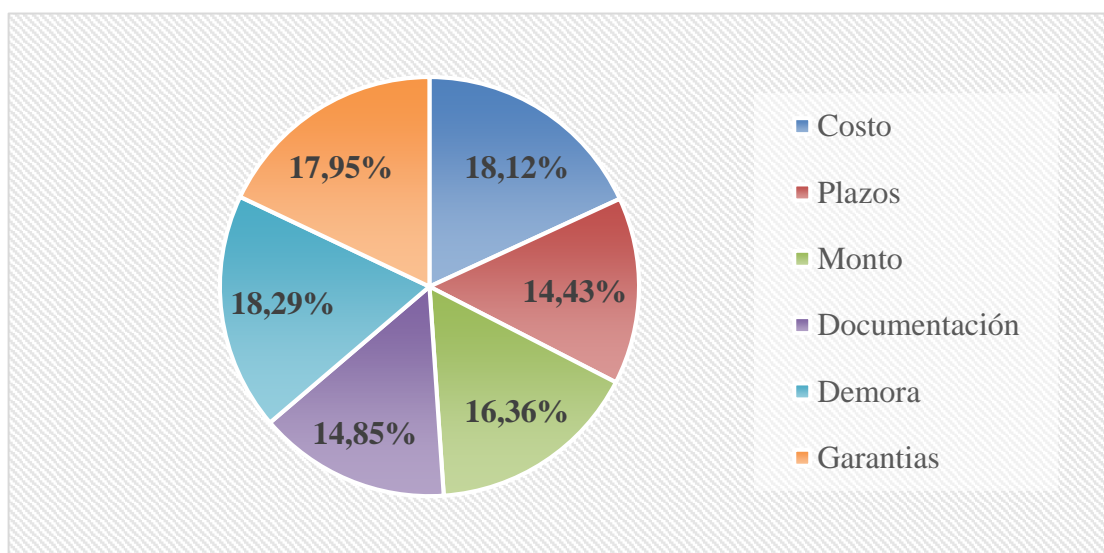


Figura 8. Desincentivos al uso del sistema bancario.

Adaptado de: Actualidad Contable FACES vol 18, No 30 junio 2015 (Garcia & Villafuerte, 2015)

En cuanto al financiamiento por medio de bolsa de valores los estudios mantienen la misma esencia metodológica realizando la encuesta a empresarios con muestreo aleatorio y estadísticas descriptivas. De la misma manera se encuentran resultados parecidos a nivel general, las ya mencionadas razones por las cuales prefieren el financiamiento desde la banca privada, pero con relación al mercado de valores más del 90% alega como razón para no usarlo el desconocimiento.

Desde esta perspectiva se puede entrever que la necesidad de promover una cultura bursátil de parte de las leyes y tener una política de captación por parte de los mercados de valores ecuatorianos haría una diferencia significativa en el desarrollo de este mercado y de los rendimientos esperados en el mismo (Perez, Rivera, & Solis, Análisis del Mercado de Valores Ecuatoriano como fuente de inversión para las PyMES, 2015).

Resulta conveniente remarcar las ideas principales en cuanto al objeto de estudio, la eficiencia débil, media fuerte y fuerte de los mercados de valores depende de lo predecible de sus instrumentos financieros, las pymes que son de gran importancia para el estímulo y el crecimiento económico son mejor impulsadas en ambientes que les permitan innovar y financiar sus proyectos hacia formas novedosas de hacer las cosas, estas sin embargo no se financian normalmente en el mercado de valores sino que recurren a fondos propios y para productos financieros recurren a los bancos, esto sucede principalmente por el desconocimiento de otras formas de financiamiento, es decir la escasa cultura bursátil y los costos de ingreso.

El marco jurídico nacional y su relación con la normativa internacional

El código Orgánico Financiero, en libro II que se refiere a la Ley de Mercado de Valores introduce en su codificación 1 al 18 de abril del 2017 una reforma que alienta y clarifica los mecanismos de financiamiento para PYMES. (Congreso Nacional del Ecuador , 2017)

La primera reforma importante es definir que es valor (Artículo 2):

Se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.

Esto se conecta con el Título XVI de la titularización que en su artículo 138 indica que es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo, y en el mismo cuerpo legal se define en el artículo 139 a los inversionistas como aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización; finalizando este articulado con el 143 donde se determina los bienes susceptibles de titularizar:

- ✓ Valores representativos de deuda pública;
- ✓ Valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores;
- ✓ Cartera de crédito;
- ✓ Inmuebles;
- ✓ Bienes o derechos existentes que posea el originador, susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones, según corresponda;
- ✓ Derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas; y,
- ✓ Proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones, según corresponda.

Todo lo anterior hace posible que las PYMES puedan obtener financiamiento principalmente a través de la titularización, aunque de acuerdo a las características de estas

sea de primera mano más posible con los derechos de cobro sobre ventas que pudieran generar en sus diferentes etapas de crecimiento empresarial, así como las cuentas por cobrar que son a 30, 60 y 90 días, e inclusive para atraer inversionistas se pudieran presentar proyecciones de flujos, claro que todo esto implica saber cuánto del paquete accionario se va a titularizar para obtener financiamiento a través del mercado de valores, por lo que se debe esclarecer que el patrimonio de acuerdo al artículo 141 es:

El patrimonio de propósito exclusivo respalda la respectiva emisión de valores, por lo que los inversionistas sólo podrán perseguir el reconocimiento y cumplimiento de la prestación de sus derechos en los activos del patrimonio de propósito exclusivo, mas no en los activos propios del agente de manejo.

Finalmente, la Ley de compañías establece frente a las acciones en su artículo 176 lo siguiente (H. Congreso Nacional , 2014):

Los títulos de acción estarán escritos en idioma castellano y contendrán las siguientes declaraciones:

1. El nombre y domicilio principal de la compañía;
2. La cifra representativa del capital autorizado, capital suscrito y el número de acciones en que se divide el capital suscrito;
3. El número de orden de la acción y del título, si éste representa varias acciones, y la clase a que pertenece;
4. La fecha de la escritura de constitución de la compañía, la notaría en la que se la otorgó y la fecha de inscripción en el Registro Mercantil, con la indicación del tomo, folio y número;
5. La indicación del nombre del propietario de las acciones;

6. Si la acción es ordinaria o preferida y, en este caso, el objeto de la preferencia;
7. La fecha de expedición del título; y,
8. La firma de la persona o personas autorizadas.

Esto hace que este también pudiera ser un camino para obtener financiamiento a través del mercado de valores además de la titularización., por tanto, se puede indicar que la legislación ecuatoriana actual si permite a las pequeñas y medianas empresas PYMES acceder al mercado de valores para buscar alternativas al apalancamiento financiero.

Respecto a la revisión de la Legislación Internacional se debe empezar con La Junta de Regulación y Superintendencia de Valores, que para el Ecuador el regulador es el Consejo Nacional de Valores y quien controla la Superintendencia de Compañías y esto se asemeja a lo que sucede en Perú y Colombia donde existen Comisiones de Valores similares a la reglamentación de Estados Unidos y México. La Organización Internacional de Comisiones de Valores recomienda un ente independiente. (Lovato, 2013)

Siguiendo con la revisión de la legislación de otros países se puede determinar que, en Colombia, Perú, los países europeos y los Estados Unidos es la oferta pública de adquisición para que el ciudadano pueda ser inversionista en adquirir acciones sobre compañías de capital de características PYMES.

Asimismo, existen dos Bolsas de Valores en Ecuador: una en Quito y otra en Guayaquil que deben funcionar unificadas en sus sistemas de negociación como son En España las de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia y que se denomina Bolsas y Mercados Españoles BME.

Continuando con el análisis de este epígrafe se debe conocer que adicional a la bolsa de valores existen mercados alternativos que se conocen como OTC (over the counter) donde la competencia para atraer inversionistas es grande y entre los más conocidos están FOREX y ahora relacionados el BITCOIN, pero ambos están más

presentes en Europa, Asia y Estados Unidos., a nivel regional sólo Perú en 2012 emitió una resolución que establece el mercado alternativo de valores, orientado justamente a las PYMES:

“Sus ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de servicios en los últimos tres (3) años, no deben exceder de doscientos (200) millones de Nuevos Soles o su equivalente en dólares americanos, según la información financiera disponible o declaraciones anuales de impuestos, o del monto por ventas”

De esta revisión se puede destacar que las casas de valores, administradoras de fondos, bolsas de valores, calificadoras de riesgo, emisores, inversores, controlador y regulador del mercado de valores deben estar amparados en una ley que pueda propiciar el desarrollo del mercado de valores en Ecuador, pero principalmente en los mercados alternativos ya que en las bolsas normalmente participan las grandes empresas.

CAPÍTULO III: MARCO METODOLÓGICO Y RESULTADOS

La metodología contribuye a comprender el cómo se va a desarrollar el trabajo de investigación, por tanto, equivale a la columna vertebral del mismo. Para el tema de investigación opciones de financiamiento para PYMES post cambios en la regulación del mercado de valores, se plantea lo siguiente:

El tipo de estudio es de carácter descriptivo, es decir que se busca especificar propiedades, características del fenómeno o variable que se someta al análisis. Es decir, se tomará información de manera independiente sobre los conceptos o variables mas no se indicará como se relacionan o interactuarán entre las mismas. Este tipo de estudio es útil para mostrar con precisión los ángulos o dimensiones de un fenómeno como lo es el financiamiento de las Pymes (Hernández Sampieri, 2015). A partir del análisis de la realidad se pretenderá realizar un diagnóstico de cómo se encuentran la Bolsa de Valores y las Pymes del Ecuador, con este respecto a la Bolsa de Valores se describirán factores como los principales datos de operaciones realizadas, Productos Financieros, Rendimientos Financieros.

En cuanto a las PYMES se describirá que los aspectos relacionados a sus ventas y su rentabilidad. El enfoque de investigación es mixto pues es de carácter cuantitativo porque se valoran resultados cuantitativos a partir de la información de la Bolsa de Valores y de las pymes y cualitativo pues se recurre a expertos para profundizar en aspectos relacionados a la propuesta a presentarse.

El Método Científico es de carácter analítico – sintético y deductivo – inductivo lo que permite la descomposición del fenómeno de estudio para poder ir de lo general a lo particular y su mejor caracterización. En los diseños transeccionales descriptivos se busca indagar la incidencia de las variables sobre los diferentes agentes como los son la bolsa de valores y las Pymes (Hernández Sampieri, 2015).

Entre las técnicas de investigación, está en primer lugar la revisión documental de las fuentes impresas como revistas científicas, libros y periódicos para luego hacer una revisión bibliográfica con la ayuda de las bases de datos, siendo todo de fuentes fidedignas y confiables.

Los instrumentos de investigación son las entrevistas que se realizan a expertos del área financiera, banca y emprendimiento.

Diagnóstico de la situación actual de la Bolsa de Valores y las PYMES del Ecuador

Panorama de la Bolsa de Valores: Datos Relevantes

Operaciones de Bolsa

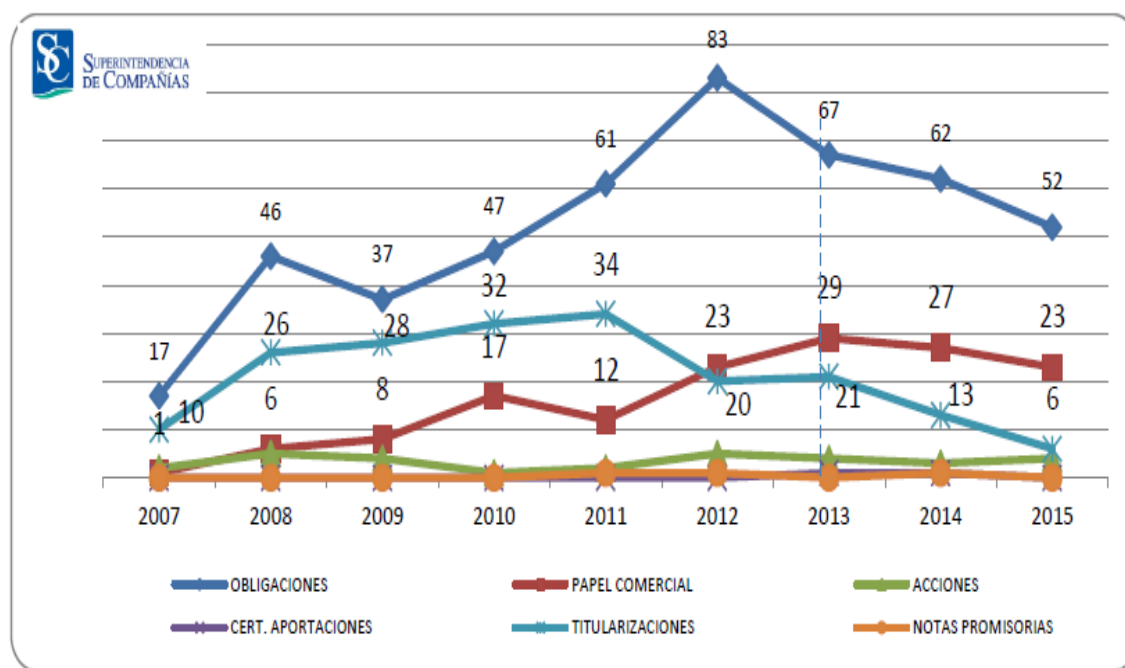


Figura 9. Número de Emisores por tipo de emisión

Tomado de: (Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros , 2016)

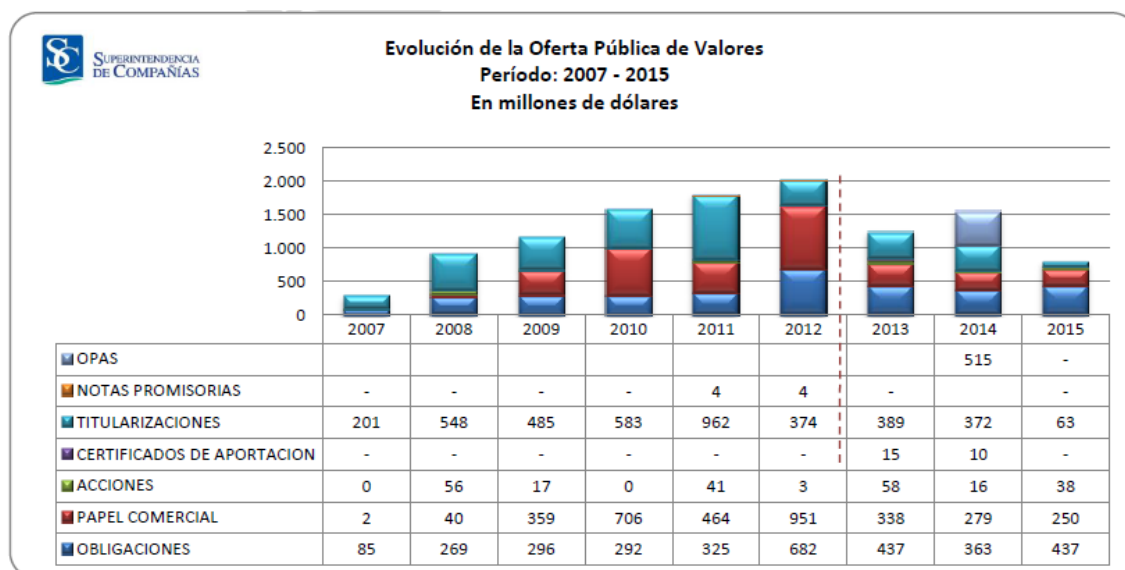


Figura 10. Evolución de la oferta pública de valores

Tomado de: (Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros , 2016)

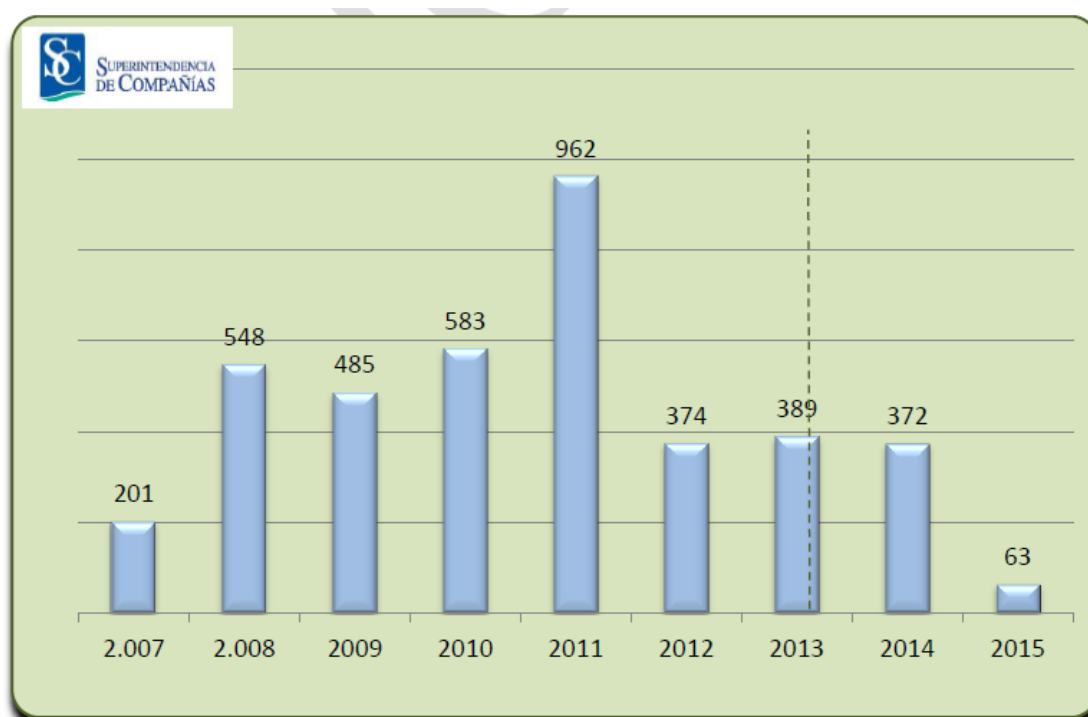


Figura 11. Emisiones Autorizadas de Titularizaciones

Tomado de: (Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros , 2016)

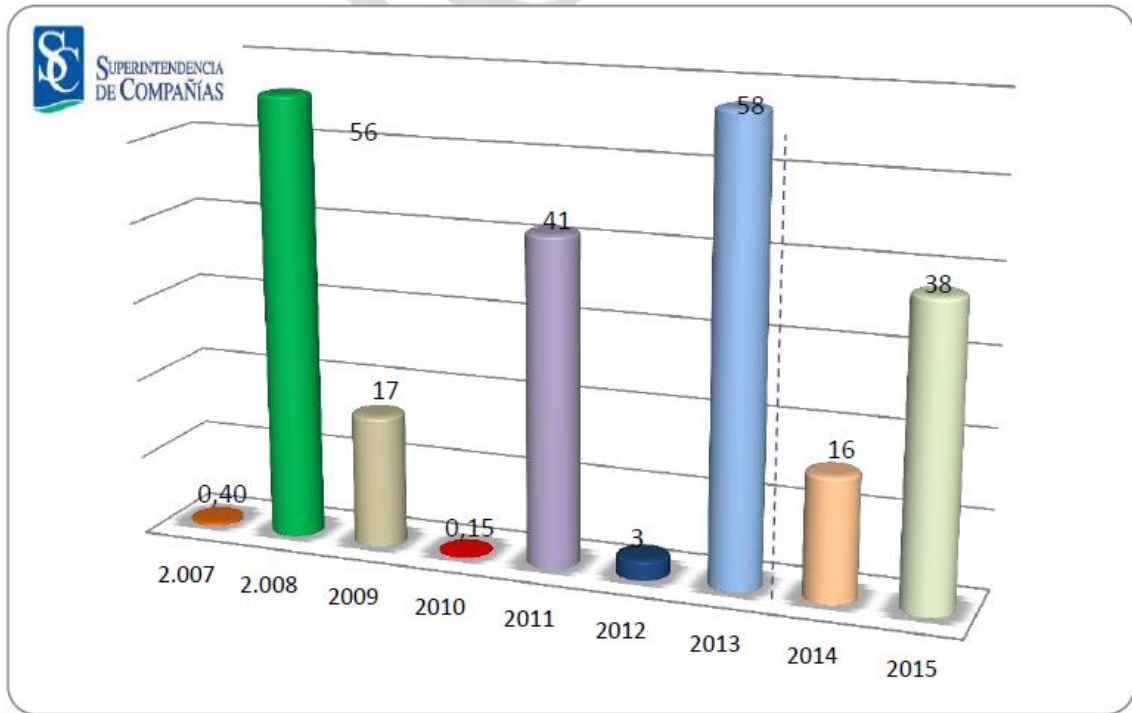


Figura 12. Emisiones Autorizadas de Acciones

Adaptado de: (Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros , 2016)

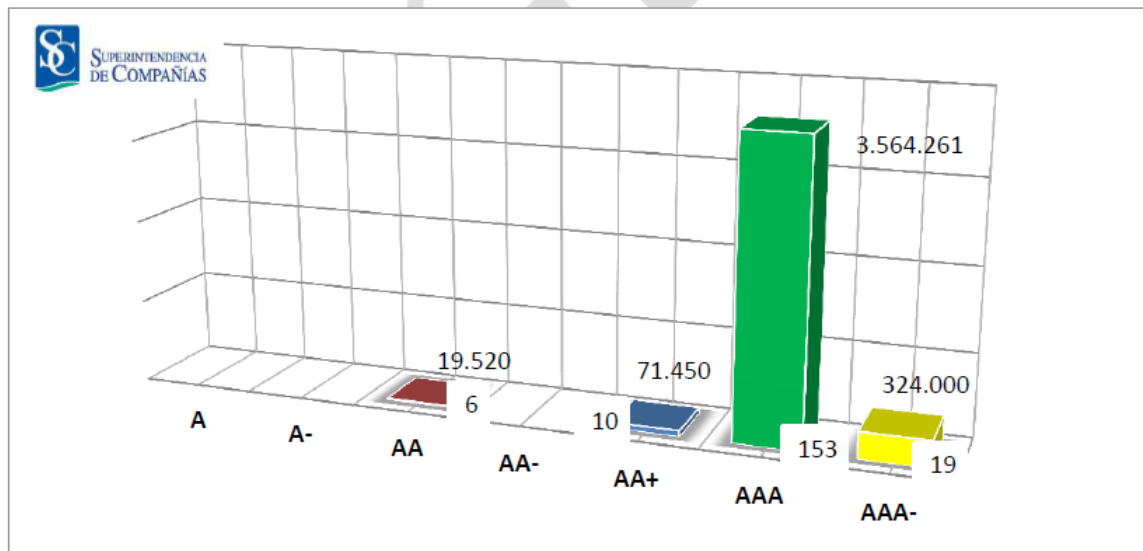


Figura 13. Calificaciones de Riesgo de Titularizaciones

Adaptado de: (Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros , 2016)

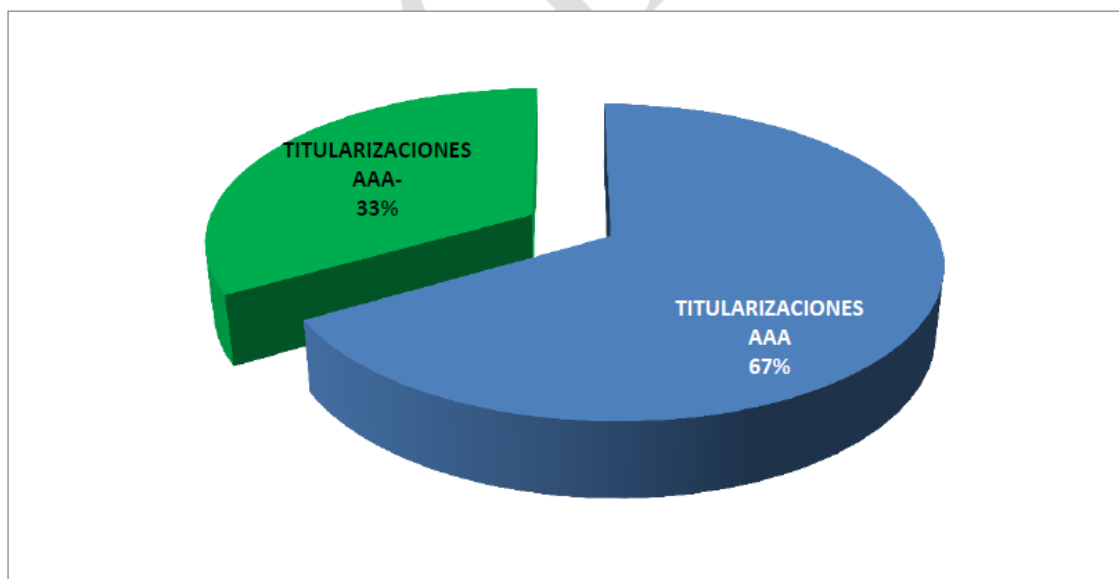


Figura 14. Calificaciones de riesgo de titularizaciones primer semestre 2015-2016 en número.

Adaptado de: (Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros , 2016)

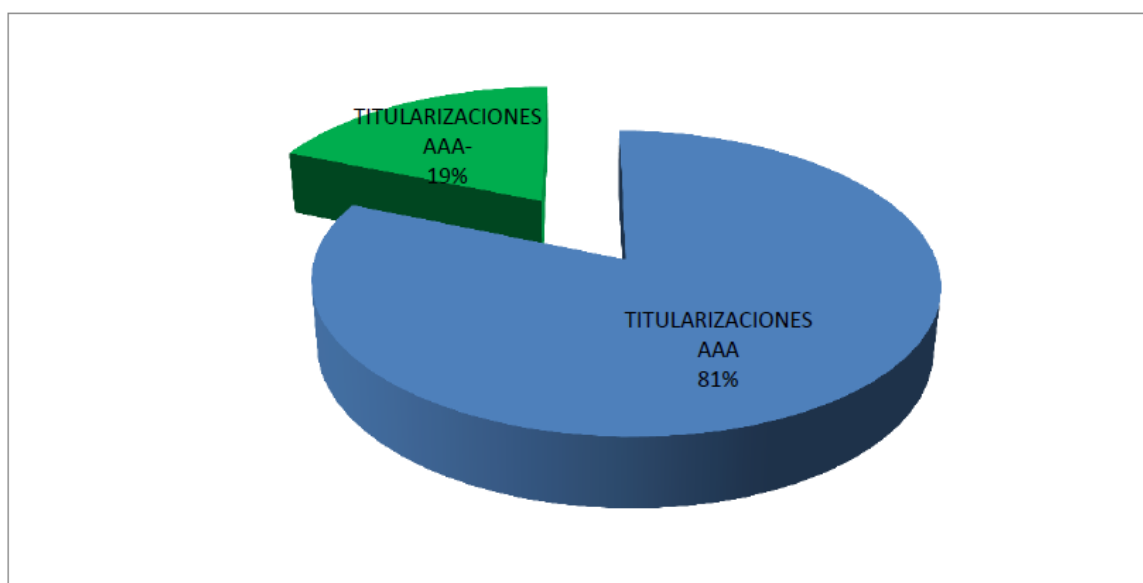


Figura 15. Calificaciones de riesgo de titularizaciones primer semestre 2015-2016 en monto.

Adaptado de: (Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros , 2016)

Panorama de Productos Financieros de Bolsa de Valores

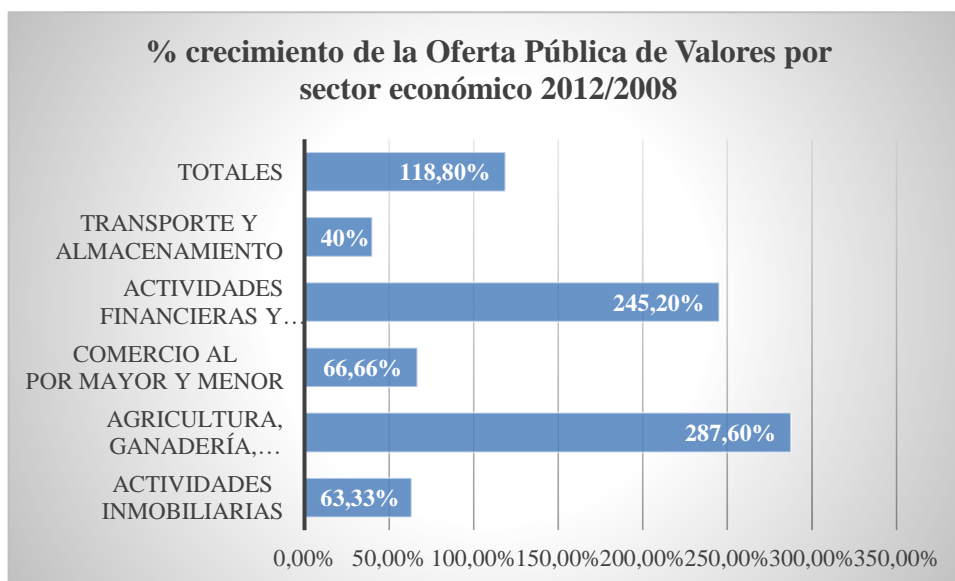


Figura 16. Crecimiento de la oferta pública de Valores por Sector Económico hasta 2012
Adaptado de: (Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros , 2016)

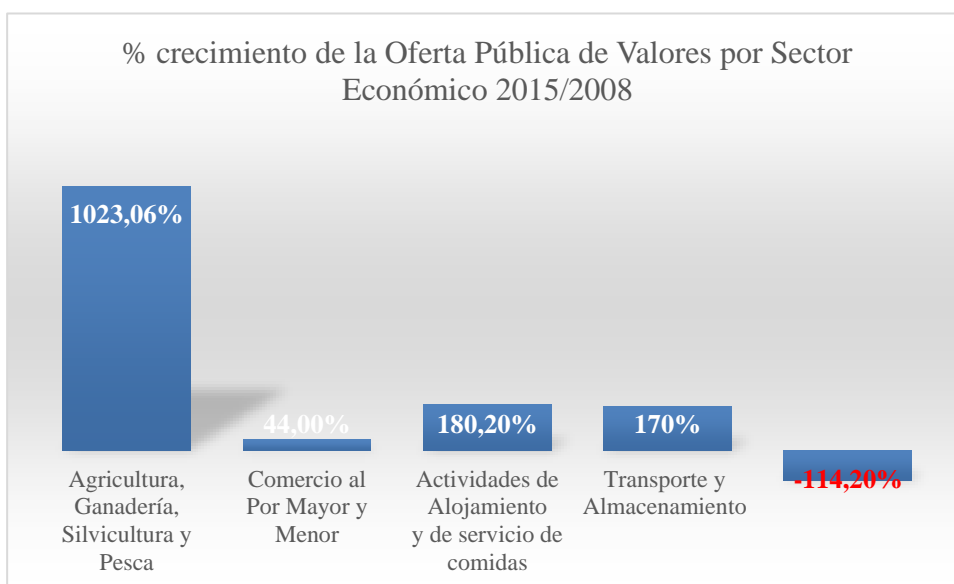


Figura 17. Crecimiento de la oferta pública de Valores por Sector Económico hasta 2015
Adaptado de: (Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros , 2016)

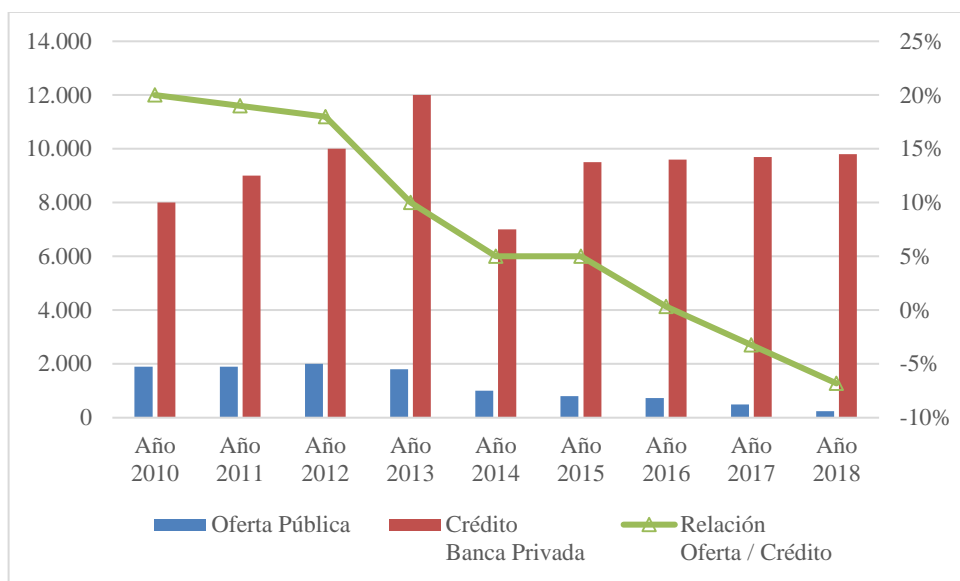


Figura 18. Relación entre la oferta pública de Valores y el volumen de crédito del Segmento Productivo

Adaptado de: (Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros , 2016)

Rendimientos Financieros de la Bolsa de Valores

Tabla 7

Tasas de interés efectivas promedio por instrumento

TASAS DE INTERÉS PASIVAS EFECTIVAS PROMEDIO POR INSTRUMENTO			
Tasas Referenciales	% anual	Tasas Referenciales	% anual
	5.70		1.07
Depósitos a plazo		Depósitos de Ahorro	
	0.66	Depósitos de	1.04
Depósitos monetarios		Tarjetahabientes	
Operaciones de Reporto	0.10		

Tomado de (BCE, 2019)

Tabla 8

Tasas de interés pasivas referenciales por plazo

TASAS DE INTERÉS PASIVAS EFECTIVAS REFERENCIALES POR PLAZO			
Tasas Referenciales	% anual	Tasas Referenciales	% anual
	4.07		5.92
Plazo 30-60		Plazo 121-180	
	4.63		6.40
Plazo 61-90		Plazo 181-360	
	5.50		
Plazo 91-120		Plazo 361 y más	7.85

Tomado de (BCE, 2019)

Panorama de las PYMES del Ecuador: Datos Relevantes

Ventas PYMES

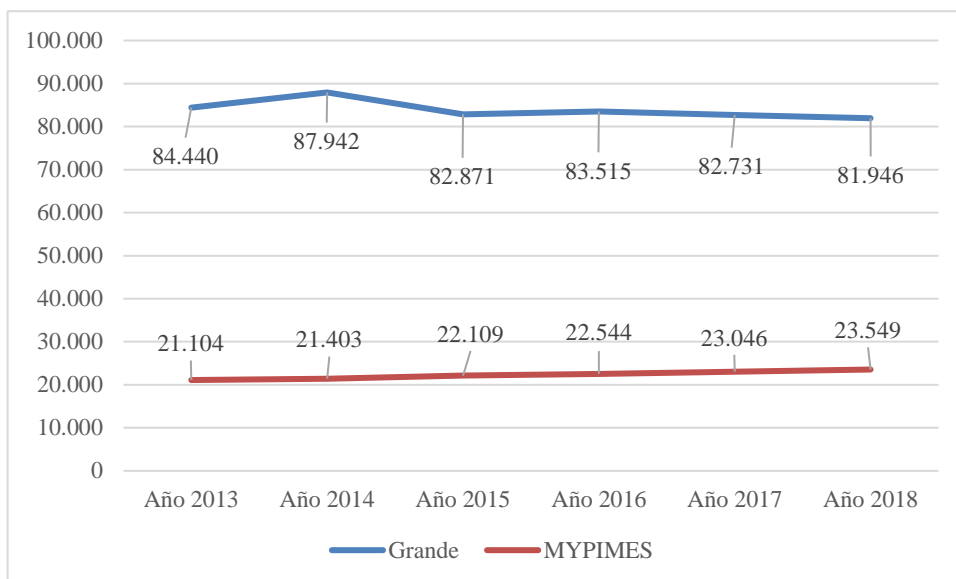


Figura 19. Ingresos por ventas según el tamaño de la empresa

Tomado de (Camino, Alicia, Diana, Bravo, & Danna, 2017)

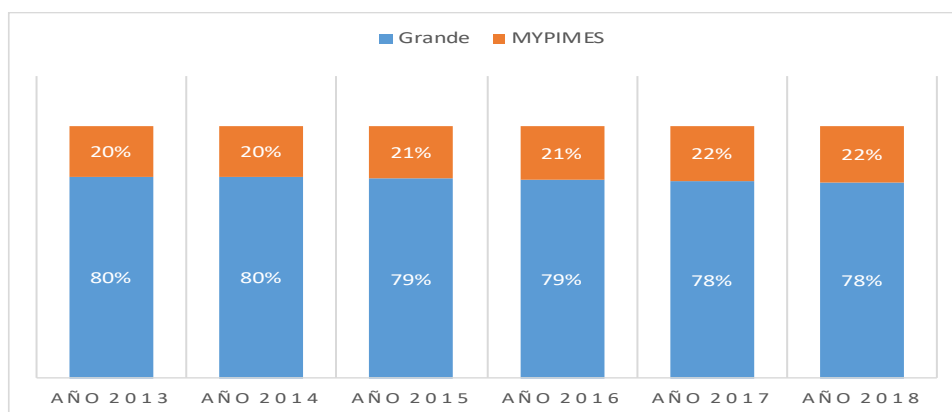


Figura 20. Participación del ingreso por ventas según el tamaño de la empresa

Tomado de (Camino, Alicia, Diana, Bravo, & Danna, 2017)

Utilidad PYMES

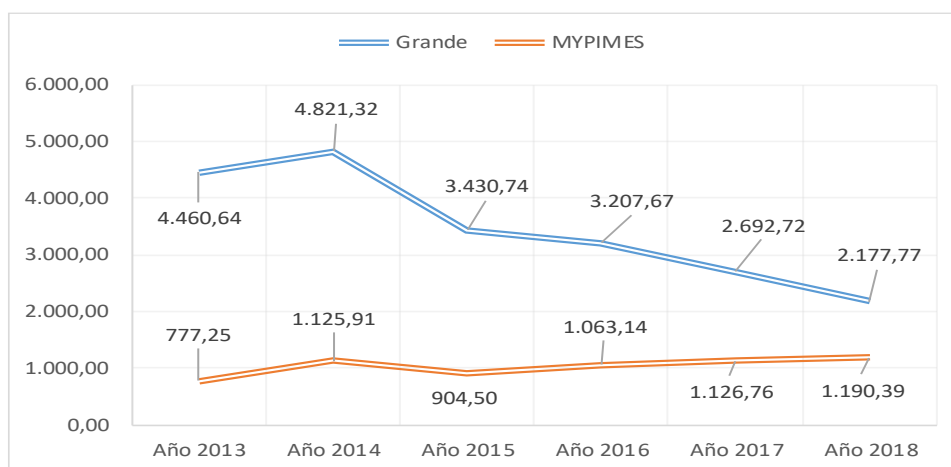


Figura 21. Utilidad según el tamaño de la empresa

Tomado de (Camino, Alicia, Diana, Bravo, & Danna, 2017)

Análisis de los resultados

Bolsa de valores

Se debe presentar en primera instancia el número de emisores por tipo de emisión, al revisar la figura 9 se observa que hay una marcada tendencia de la Emisión de Obligaciones, Papel Comercial y Titularizaciones, los cuales son cambios importantes en el período pero que en promedio manejan porcentajes de participación del 56%, 17,3% y 22,5% en el total de emisiones, para el tema investigado se buscó las titularizaciones son asociadas a PYMES.

En la figura 10, respecto al monto de emisiones, la tendencia es alcista desde el año 2007 hasta el año 2012 inclusive, en que la tendencia es a la baja, desde el 2013 al 2015 el decrecimiento es del 38.6%, 22.8% y, del 60.8%, respectivamente frente al año 2012.

Esto en la práctica se puede atribuir a que la economía empezó un ciclo económico de desaceleración lo que impacta directamente en las decisiones económico-empresariales de expandir negocios, adquirir más productos para la venta y esto no solo afecta a las PYMES sino a todos los actores de las diferentes cadenas productivas

Al tener un mecanismo formal y un ente regulador las titularizaciones deben ser autorizadas y son un mecanismo de financiamiento diferente al apalancamiento financiero tradicional, de acuerdo a la Superintendencia de Compañías, los montos de esta estructura representan en promedio el 40 por ciento del monto total autorizado, sin embargo, se usa desde el 2002, en su mayoría por las instituciones del sector financiero.

Nuevamente la titularización se asocia nuevamente al ciclo económico del Ecuador que en 2011 tuvo su mayor pico y que es el indicador por el cual en ese año existieron 962 emisiones de una fuente de financiamiento directa y basada en las proyecciones de flujos de fondos de las mismas empresas, como se observa en la figura 11.

Otro mecanismo que se analizó en el apartado es la emisión de acciones, pero este mecanismo aún es incipiente y a diferencia de mercados desarrollados, los inversores prefieren papeles de renta fija antes que los variables, den la figura 12 se producen dos casos atípicos en los años 2008 y 2013 pero esto es apenas un 1%, es decir, las sociedades mercantiles no abren su capital.

Para que exista un desarrollo del mercado accionario no solo debe fomentarse las bolsas de valores, sino que cualquier compañía indistintamente del tamaño, cumpliendo las reglamentaciones coticen en bolsa.

El riesgo asociado es un factor determinante al momento de titularizar, al observar la figura 13 la calificación AAA (triple A) el 81.4% del total de calificaciones seguido del 10.1% de AAA- y el 5.3% de AA+; mientras que, para los montos autorizados, la calificación la AAA- es el 8.1% y la AAA es un 89.6%. La mayor parte de estos valores han sido emitidos en tramos, por lo que consideran plazos y tasas diferentes.

Cabe resaltar que la titularización es un mecanismo de financiamiento que se utiliza por las compañías para expandir el negocio, ya que implica acceder a recursos financieros que para desarrollar más actividades con fondos a mejor plaza y tasa de interés.

De lo anterior se desprende que debe existir una relación entre los activos generadores de dinero y esos títulos que se emiten deben ser atractivos para los inversionistas además de tener como respaldo un patrimonio sólido.

Con esto se mejora liquidez, se aumentan ingresos, se usa adecuadamente el capital sin contraer deudas adicionales y que tiene un impacto directo en la economía al ser un elemento catalizador.

En cuanto a la figura 15 cuando se consideran los montos de las emisiones versus las calificaciones obtenidas, las AAA obtienen el 81.3% y el 18.7% las AAA-.

En cuanto a los productos financieros debe analizarse en primera instancia como ha estado la oferta pública por sector para identificar como se encuentra el de PYMES y en especial como ha sido este comportamiento respecto a la banca que es la mayor competencia al ofrecer los créditos. En un primer corte se analiza en la figura 16 que el año 2012 frente al 2008 tuvo un crecimiento del 118.8%, sin embargo, el comercio al por mayor y menor que es donde se insertan las PYMES crece apenas en un 66.6% frente a la agricultura y a las actividades financieras y ligeramente encima de las actividades inmobiliarias, lo cual es lógico en una economía en recesión donde los primeros sectores afectados son el de la construcción y el comercio.

La figura 17 muestra que cuando la crisis económica se asienta, se produce una relación interesante entre los créditos del sector financiero (se contraen) por tanto la oferta pública y la emisión de valores de la misma manera, en una relación directamente proporcional, la caída del 2015 frente al 2008 es del -14.2% siendo las de mayor afectación la agricultura que en la figura anterior creció y en cambio la de comercio fue suavizada con un -44%. ; las actividades de alojamiento y servicio de comidas decrecieron en -180.2% y las de transporte en -170%.

Al ser la oferta pública la alternativa de financiamiento de las empresas de los diferentes sectores, la figura 18 ilustra cual es la relación entre los montos prestados por los bancos en contraposición a los montos autorizados de oferta pública y siempre esta es menor que la de los créditos, por lo cual se puede evidenciar que el financiamiento para las empresas proviene de la Banca. Por otro lado, estos créditos disminuyen ligeramente para el 2015 ratificando más que la crisis económica golpeó a todos los sectores ya que los empresarios dejan de aumentar la oferta por una disminución en el consumo.

Al valorar los rendimientos financieros debe hacerse un comparativo del costo de oportunidad para lo cual las PYMES podría invertir en depósitos de ahorro, a plazo, monetarios u operaciones de reporto.

De todas las nombradas anteriormente la que mayor tasa de interés anual reporta es la de los depósitos a plazo con un 5.70% anual, pero tomado como instrumento, como se muestra en la tabla 8

Continuando con el análisis el otro punto de comparación para el tema de rendimientos financieros es los depósitos a plazo como se observan en la tabla 9 donde por dejar el dinero a mayor plazo, mejor es la tasa de interés que se obtiene por el mismo.

PYMES

Tomando en cuenta el estudio de (Camino, Alicia, Diana, Bravo, & Danna, 2017) se puede notar de acuerdo a la figura 21 que existe una diferencia abismal entre los ingresos de las PYMES y las Grandes Empresas para el periodo comprendido entre 2013-2015, sin embargo las ventas en este segundo sector son con tendencia a la baja mientras que en el objeto de estudio de esta investigación son estables y a un repunte en 2015.

Al profundizar y observar la figura 22 se confirma la relación entre ingresos y tamaño ya que el 80% de los ingresos corresponde a las grandes empresas y el 20% a las MYPYMES, excepto en 2015 que varía al 79% y 21% respectivamente.

Siguiendo con la temática se presenta en la figura 23 la utilidad donde se observa una mayor caída en la pendiente de las Grandes empresas que en las MYPYMES que se mantiene estables y su disminución es menos acentuada.

Todo lo anterior hace prever que las PYMES necesitan mecanismos de financiamiento alternativo para seguir creciendo de una manera natural, además de que son fuentes generadoras de empleo directo e indirecto.

Resumen entrevista a expertos

Se elaboró un cuestionario con preguntas a tres expertos de las diferentes áreas para que sus respuestas tributen a los objetivos planteados en la investigación, siendo de la siguiente manera:

- ✓ Entrevista a experto financiero, ayuda comprender las condiciones que generan mercados de valores eficientes para las PYMES.
- ✓ Entrevista a experto en emprendimiento a identificar las características de las PYMES que se financian a través del mercado de valores.
- ✓ Entrevista a experto en Banca para verificar la viabilidad de crear un producto financiero atractivo para las PYMES en el mercado bursátil.

A continuación, se presentan las entrevistas:

Experto Financiero (Guillermo Granja, MAE Vocero Universidad ECOTEC)

¿Por qué no se ha desarrollado el mercado de valores en el Ecuador?

Lamentablemente, aunque existe una ley, las compañías recurren a la banca para financiar sus operaciones o ponen el capital propio.

¿En mercados desarrollados existen fuentes de financiamiento diferentes a la banca para Pymes?

Las más conocidas fuentes de financiamiento son ofertar en bolsa de valores una parte del paquete accionario y las otras son derivados financieros basados en cuentas por cobrar o futuros.

¿Qué tipo de producto financiero se puede crear con la Bolsa de Valores adicional a la emisión de acciones?

Dado que las que cotizan en bolsa son grandes corporaciones, se debe ampliar el abanico a las menos grandes y podrían ofertarse bonos con rendimientos anuales o acciones en clúster de negocios.

Experto en Emprendimiento (Paul Jaramillo, MAE Consultor Privado, Ex Gerente Diners Club del Ecuador)

¿Cuál es la importancia de las PYMES en Ecuador?

Su importancia ha crecido enormemente asociado al tema de empresa familiar y a que son fuentes de ingresos para familias.

¿En qué sector se concentran las PYMES?

El sector donde se normalmente se desarrollan están asociados al comercio al por menor como tiendas, venta de ropa, pero sobre todo en alimentación, restaurantes y son acogidas bajo el sistema RISE para efectos de tributación y conteo para efectos de estadísticas.

¿Qué alternativas de financiamiento tienen las PYMES?

Además de los proyectos semilla de distintas entidades, se encuentran los microcréditos que otorga la Municipalidad de Guayaquil, ciertas prefecturas, la banca tradicional, también existen fuentes de financiamiento externa en páginas donde los proyectos se promueven y se fondean con gente que dona para que se cristalicen, entre otros.

¿Qué factores han influenciado para que se desarrollen las PYMES?

Las oportunidades de negocio presentes en los diferentes estratos, por decirlo de una manera colorida, nadie deja de comer o vestirse y en nuestro país la cultura gastronómica es amplia y las prendas hechas aquí han ido tomando forma como en las blusas y zapatos.

¿Qué tipo de emprendimiento existe en ECUADOR?

En Ecuador definitivamente se emprende por necesidad y no por oportunidad y esto se debe a las crisis cíclicas que se presentan en el país. De hecho, Ecuador tiene el problema de que no se estabilizan estos emprendimientos y no pasan el periodo de 42 meses que es lo que las cifras del Monitor de Emprendimiento (GEM) determina.

Experto en Banca Economista Enrique Martínez, Gerente PYMES Pro América Sucursal Sur)

¿Qué perfil de riesgo tiene un microempresario?

Para la Banca el microempresario conlleva un perfil alto de riesgo, es por esto que su tasa es la mayor al momento de otorgar la línea de crédito, siendo la de microcrédito minorista referencial del 29.04%

¿Qué probabilidad de obtener un crédito tiene un microempresario?

La probabilidad depende de que presente la documentación completa y que se pueda demostrar la correcta utilización de los fondos, además de que si se solicita un garante este tenga buen historial crediticio, por los montos que se solicitan no se exigen garantías o prendas comerciales.

Asimismo, se recomienda que no incumpla con sus pagos para que no dañe su perfil financiero y sea sujeto a renovaciones en las operaciones crediticias.

¿Cuál es la diferencia entre un microcrédito y una PYME?

Son dos productos distintos pues se entiende que una PYME ya tiene un giro de negocio determinado y un historial de ventas y estados financieros que demuestran indicadores como solvencia, rentabilidad y lo más importante una consolidación con vistas a una expansión de la empresa, lo cual conlleva mayor oportunidad para la banca de colocación de líneas de crédito.

El enfoque de la investigación era mixto, es decir tenía un enfoque cuantitativo desde el análisis de las series de datos estadísticas, y cualitativos al recurrir a entrevistas. Para ambos se utilizó la revisión documental de fuentes confiables para explicar las variables y su relación.

De lo analizado en este capítulo se puede comprobar que, si existe una relación entre las PYMES y la Bolsa de Valores pero que es importante fortalecerla porque aun estas recurren a la Banca para financiar su expansión y por tanto se presenta en el siguiente capítulo una propuesta orientada a que la Bolsa de Valores sea un elemento a considerar para poder generar desarrollo en las PYMES.

Este capítulo en su epílogo debe relacionar la explicación de la incidencia cualitativa y de entrevista a expertos con la hipótesis, resultando en lo siguiente:

Hipótesis	Resultados	Preguntas de entrevista a experto
H1: ¿La bolsa de valores SI tiene los mecanismos de financiamiento para PYMES?	En lo que se refiere a Bolsa de Valores se detallan las emisiones por tipo, la oferta pública de valores, las titularizaciones autorizadas	Experto Financiero

Solución o respuesta	<p>y las calificaciones de riesgo</p> <p>El mercado no se desarrolla aún, pero si tiene los mecanismos</p>	<p>En mercados desarrollados se emiten acciones; se deben emitir bonos.</p>
<p>H2: ¿La legislación actual permite a las PYMES recurrir a la bolsa de valores como mecanismo de financiamiento?</p>	<p>El código Orgánico Financiero, en libro II que se refiere a la Ley de Mercado de Valores; que o se conecta con el Título XVI de la titularización que en su artículo 138 y el artículo 141 sobre</p>	<p>Experto en Banca</p> <p>Experto en emprendimiento</p>
Solución o respuesta	<p>patrimonio; además de, la Ley de compañías establece frente a las acciones en su artículo 176 que estas pueden emitirse</p> <p>Es permitido emitir acciones, titularizar de acuerdo con la legislación</p>	<p>Se recurre al financiamiento tradicional y el riesgo asociado a un nuevo emprendimiento conlleva una tasa alta de financiamiento por el perfil de riesgo.</p>

CAPÍTULO IV: PROPUESTA

El objetivo general de esta investigación se orientaba a proponer un producto financiero ajustado a las PYMES para que sea un mecanismo de financiamiento, a la vez esto se correspondía con el objetivo específico cuarto donde se debía comprobar si era viable o no. Con dicho antecedente se propone lo siguiente

1. Analizar las opciones de financiamiento para PYMES post cambios en la regulación del mercado de valores
2. Comprobar la viabilidad de un producto financiero atractivo para las PYMES en el sector bursátil.

Opciones de financiamiento para las PYMES

En primer lugar, se debería incluir la siguiente reforma en la Ley: “Las PYMES podrán agruparse por sector económico y previa la validación de sus Estados Financieros (sin importar el valor de sus activos) por los organismos de control podrán emitir bonos en las Bolsas de Valores, para lo cual se tomará como referencia una tasa mínima de retorno que considere el riesgo país y la tasa libre de riesgo (bonos del tesoro americano), además de que se garantice la operación bursátil con los activos de la empresa y prenda sobre establecimiento comercial.

El proceso es como sigue:

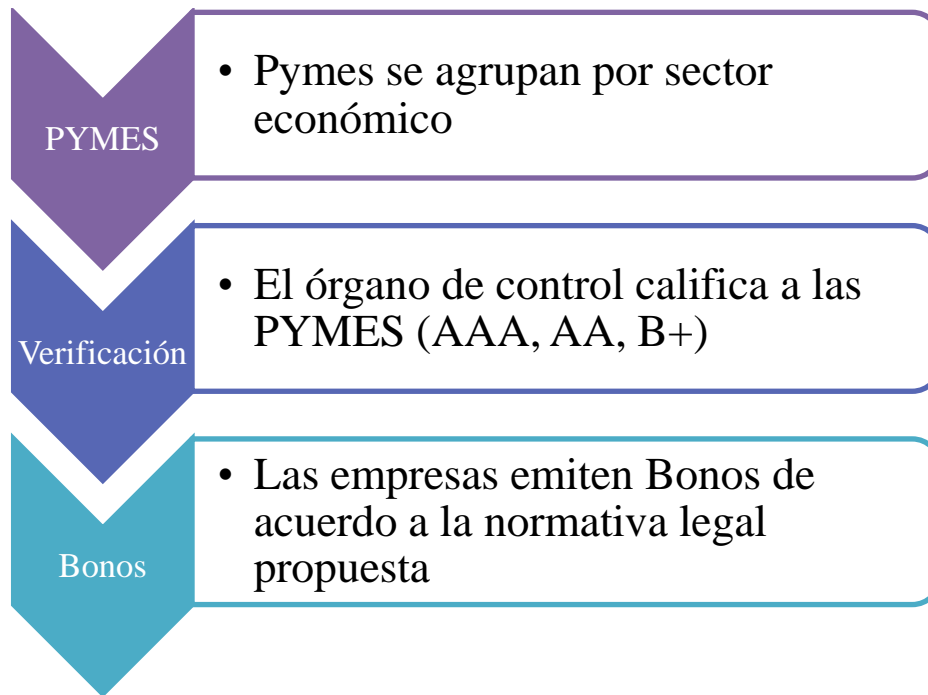


Figura 22. Diseño de propuesta para Financiamiento.

Los beneficios de esta propuesta son:

1. Aumenta el volumen y monto de transacciones de la Bolsa de Valores, tanto en Guayaquil, como en Quito.
2. Las empresas se clasifican no solamente por tamaño, volumen de ventas, rentabilidad entre otros, sino por el sector económico en que se desempeñan, identificando que sectores pueden irse desarrollando de mejor manera recurriendo a un mecanismo diferente al financiamiento tradicional.
3. Al usar el mismo criterio para emisión de bonos del estado que son el riesgo país y la tasa libre de riesgo (bonos del tesoro de Estados Unidos), puede atraer inversionistas extranjeros movidos por una tasa de interés atractiva.
4. El desempeño financiero y los indicadores de gestión de las PYMES se hace de una manera técnica al tener que ser auditados y esto va de la mano con la calificación de riesgo de la empresa que va a emitir los bonos.

5. Las empresas deberán tener su información financiera y auditada al día, sus impuestos y obligaciones con el estado y empleados de la misma manera y garantizar con sus bienes la emisión de los bonos, además de estar asociadas a sus gremios respectivos.
6. El acceso a este tipo de financiamiento crea una competencia y obliga a la banca tradicional a mejorar sus costos para poder ofrecer préstamos a mejores plazos y tasas.
7. El antecedente legal de los bonos es la misma ley de mercado de valores, en su artículo 2 que define el concepto de valor que incluye acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que, si existe, pero que no ha sido explotada

Viabilidad del producto Financiero

Se pone un ejemplo de corte académico basado en lo hecho a lo largo de este trabajo de investigación. El perfil de la PYME es el siguiente:

Sector I: Actividades de alojamiento y de servicio de comidas.

- Ventas: \$65.000 anuales
- Rentabilidad: 20%
- Activos: \$100.0000
- Pasivos: \$40.0000
- Patrimonio: \$ 60.000
- Situación: La empresa necesita expandirse y no quiere utilizar el financiamiento tradicional, el monto requerido es \$40.000 dólares.

- **Paso 1:** La empresa está facultada a emitir valores de acuerdo al artículo 2 de la ley de mercado de valores, por lo cual estima emitir 400 bonos de 100 dólares cada uno; para calcular el rendimiento de los bonos se utiliza el riesgo país y la tasa libre de riesgo $R_f + RP = 2.67\% + 6.56\% = 9.23\%$
- **Paso 2:** La empresa debe presentar Estados Financieros Auditados para calificar su riesgo presentando como garantía real los activos, además de prensa sobre establecimiento comercial para que en caso de que no cumpliera con lo pactado esto sirva para pagarle a los tenedores de bonos. La figura legal que acompaña al bono es un pagaré firmado por el representante legal de la empresa.
- **Paso 3:** Una vez calificada y con todo en regla los bonos se ofertan en el mercado de valores para que puedan ser adquiridos por las empresas o personas naturales, además de los activos y la prenda la garantía al inversionista es la calificación de riesgo otorgada por la Superintendencia de Compañía y Valores, el producto a ofrecer son los bonos, de esta manera la empresa se financia ya que no es necesario incorporar recursos vía patrimonio/capital social sino que se lo hace por obligaciones ; a diferencia de la acción donde tendría que ceder un porcentaje de la empresa. De igual manera en el caso de obligaciones estas dependen del plazo y la convertibilidad de la misma, pero del análisis efectuado y de acuerdo a la propuesta lo que se plantea es la emisión de Bonos.

El producto es viable porque la tasa a la que oferta es inferior a la tasa a la que prestaría al Banco y además resulta atractiva para los adquirientes de los bonos. De acuerdo con este cálculo esta sería la tasa mínima atractiva de retorno es del 9.23% que es más conveniente que el 11.83% que debería pagar la empresa en un crédito productivo PYMES.

Estrategias para promover el financiamiento de las PYMES

A fin de promover la utilización y masificación del uso de este producto se ofrecería lo siguiente:

- ✓ Posibilidad de Recompra de Bonos siempre y cuando no se haya caído en mora en alguno de los pagos, esto permite que, si en algún momento no se puede afrontar el pago, se pueda recomprar los bonos y sustituirlos por otros a mayor plazo y revisando la tasa de interés pactada.
- ✓ Acceso a capacitaciones gratuitas, esto incluye lo comercial, financiero, calidad, comercio, mercadeo entre otras.
- ✓ Descuentos en paquetes informáticos asociados a PYMES, en caso que se desarrolle un software hecho a la medida del sector se otorgaría un descuento sobre el valor de este software.
- ✓ Acceso a bases de datos de proveedores calificados, al ser una parte importante de la cadena de valor el suministro de materias primas o productos terminados esto conlleva a que los dueños de Pymes puedan acceder a proveedores que no impliquen demoras en entregas, calidad defectuosa u otras características que pudieran afectar la rentabilidad del pequeño empresario.
- ✓ Descuentos en Estudios Financieros y de mercado, de la mano con lo anterior se contaría con un equipo de especialistas para el desarrollo de nuevos productos

Por otro lado, para motivar al inversionista se le ofrecerá las siguientes alternativas:

- ✓ Estudios Sectoriales sin Costo, este insumo permitirá al inversionista tomar decisiones en función del perfil del riesgo del mercado donde va a invertir.
- ✓ Posibilidad de monitoreo del portafolio de inversiones en tiempo real, esto permite la interacción con el mercado a manera de reporte en caso de las operaciones se debe hacer con el corredor respectivo.
- ✓ Posibilidad de Venta y compra de Bonos en el mercado Bursátil, estos pueden ser negociados a través de la bolsa en el momento que se desee por parte del inversor
- ✓ Capacitaciones y Asesoramiento en productos de las Bolsas de Valores, se puede acceder a charlas y capacitaciones para todos los inversores o las personas que ellos designen.

Productos Financieros Similares (Panamá)

En Panamá el sistema financiero no es muy diferente al de Ecuador, existe un sistema financiero donde no existe un Banco Central (se debe Recordar que Panamá está dolarizado al igual que nuestro país), además existen 94 bancos internacionales y nacionales con un total de activos de B/.171,931.5 millones a diciembre del 2018. (Estrada, 2019).

La clasificación de las PYMES allá es de la siguiente manera, las que facturan de 150,000 a 1,000,000 por año y tienes de 4 a 20 trabajadores son pequeñas empresas, por otro lado, las que facturan de 1,000,001 a 2,500,000 por año y tienes de 21 a 50 empleados son medianas empresas.

Se define su importancia porque en cuanto al empleo generan entre 39% y 60% de los ocupados, en lo que se refiere a producción entre 33% y 55%, las exportaciones de estas representan entre 23% y 36\$, en definitiva, son el motor de la economía panameña.

En relación a sus obstáculos en el área financiera presentan lo siguiente: a) acceso al financiamiento, b) mercado de capitales, c) existencia de intereses, plazos y evaluación bancaria.

El mercado de valores panameño, es relativamente nuevo aparece en 1990;145 empresas cotizan en bolsa, son reguladas por la superintendencia del mercado de valores y su bolsa se llama Bolsa de Valores de Panamá. Este mercado ha evolucionado de 3.3 millones en 1990 a 7,365 millones en 2018. Sus instrumentos financieros más utilizados son bonos, acciones, notas del tesoro, valores comerciales negociables (VCN'S), letras del tesoro.

En la propuesta de (Estrada, 2019), se plantean instrumentos financieros innovadores como:

- Sistemas de cotización de cheques diferidos
- Emisión de obligaciones negociables (similar a la propuesta planteada)
- Fideicomisos financieros
- Apertura del Capital Social al público inversor
- Pagarés en mesa de Negociación
- Pagarés Bursátiles

Las ventajas identificadas son entre otras las siguientes:

- PYMES acceden a mejores tasas
- Se mejora la Imagen de las PYMES ante los inversionistas
- Mejora la imagen del mercado
- Mejores Plazos
- Formalización de las PYMES

- PYMES con información ordenada antes de salir al mercado

Al igual que en Ecuador esto pasa por una reforma legal que busca proponer

- Régimen Especial simplificado para las pymes
- Asesorías financieras (similar a la propuesta)
- Difusión de la posibilidad de financiamientos
- Difundir entre los participantes del mercado de valores la potencialidad del sector cambiar la percepción.

Datos del Mercado de valores ecuatoriano

A continuación se presentan los datos de la (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2019):

ESTADÍSTICAS								
Volumen de Operaciones			Mercado Accionario			Indices Accionarios		
Actualizado al: 20 de Septiembre del 2019								
Resumen (En Dólares)								
Por tipo de papel	Hoy	%	Acumulado de la Semana	%	Acumulado del mes	%	Acumulado del Año	%
RENDA VARIABLE (1)	32,137	0.62%	381,165	0.23%	15,628,855	3.61%	36,037,233	0.85%
RENDA FIJA	5,176,232	99.38%	164,292,905	99.77%	417,309,108	96.39%	4,226,434,050	99.15%
*Corto plazo (2)	2,331,395	44.76%	151,974,623	92.29%	383,641,376	88.61%	3,797,688,683	89.10%
*Largo plazo (3)	2,844,837	54.62%	12,318,282	7.48%	33,667,732	7.78%	428,745,366	10.06%
TOTAL NEGOCIADO (DÓLARES)	5,208,369	100.00%	164,674,070	100.00%	432,937,964	100.00%	4,262,471,283	100.00%
NUMERO DE TRANSACCIONES	95		510		1,248		11,038	
* Renta Variable	11		81		242		1,839	
* Renta Fija	84		429		1,006		9,199	
# ACCIONES NEGOCIADAS (en miles)	1		259		14,746		23,486	
NUMERO DE RUEDA (4)	181							

(1) Comprende acciones y cuotas patrimoniales.
(2) Títulos cuyo vencimiento es entre 1 y 364 días.
(3) Títulos cuyo vencimiento es mayor a 364 días.

Figura 23. Estadísticas de la Bolsa de Valores de Guayaquil

Fuente : Bolsa de Valores de Quito S.A.

2017		2016	
EMISOR	Monto	EMISOR	Monto
CORPORACIÓN FAVORITA C.A.	19,231,724.12	QUITOLINDO QUITO LINDO SA	30,827,333.00
BRIKAPITAL SA	4,088,010.00	CORPORACIÓN FAVORITA C.A.	17,171,244.28
BANCO BOLIVARIANO C.A.	2,771,548.17	BANCO PICHINCHA C.A.	13,935,150.15
VALLE GRANDE FORESTAL	2,092,888.20	SUPERDEPORTE S.A.	7,070,817.85
HOLCIM ECUADOR S.A.	2,046,567.77	CONTINENTAL TIRE ANDINA S A	5,767,681.20
SAN CARLOS SOC. AGR. IND.	1,963,878.75	HOLCIM ECUADOR S.A.	3,607,358.71
BANCO GUAYAQUIL S.A.	1,021,515.08	LA ENSENADA FORESTAL COVEFORESTS SA	3,024,925.80
RETRATOREC S.A.	867,315.80	BANCO BOLIVARIANO C.A.	1,495,618.84
CONCLINA C. A.	851,486.10	SAN CARLOS SOC. AGR. IND.	1,217,715.90
INVERSANCARLOS	839,496.14	BANCO DE LA PRODUCCIÓN S.A. PRODUBANCO	1,014,508.82

Figura 24. Estadísticas de la Bolsa de Valores de Quito

Según la publicación de (EKOS, 2018) el desempeño del mercado de valores en 2017 fue:

El mercado de valores local, en un 99%, representa valores de renta fija y en un 1% o menos valores de renta variable, esto es acciones. Si comparamos las cifras globales, en los años 2017 y 2016 existió una reducción del total de negociaciones en un 21%, aproximadamente. En el año 2016 se transaron valores totales por un monto de USD 8.320 millones mientras que para el 2017 dicho valor se situó en USD 6.622, aproximadamente. Si revisamos más a fondo las cifras, respecto de los títulos valores transados, encontramos que los papeles de Estado marcan la pauta, seguidos por papeles del sector bancario y financiero y, en tercer lugar, papeles del sector real y productivo.

Script de Conveniencia a las PYMES de tomar el producto

Se hace referencia de como los inversionistas son captados para invertir, que serían quienes compran los papeles.



Figura 25. ¿Cómo Invertir en Ecuador?

Tomado de (Diario El Telégrafo, 2018)

En base a lo anterior se define el Script³:

¡PYMES! Bolsa de Valores, tu mejor opción de financiamiento: **Emite Bonos** y olvídate del Banco. Tu negocio crecerá. Más información en bolsa@bolsa.com

³ Se conoce como script a un texto que consta de una serie de instrucciones que deben de seguir los individuos que forman parte de una pieza de teatro, cine, o programa televisivo. De igual modo, como script se identifica a la persona que se encarga de asistir al director durante el rodaje de una película, con el fin de anotar todos los detalles de las escenas que se va tomando.

CONCLUSIONES

El objetivo general era evaluar los mecanismos de financiamiento en la bolsa de valores para las PYMES que se generaron a partir del cambio en la normativa y proponer un producto financiero más atractivo o en su defecto un cambio en la normativa, frente a esto se puede afirmar que se verificó que si existe una normativa que permite utilizar la bolsa de valores para obtener financiamiento sin embargo solo las grandes empresas lo hacen y en montos no tan elevados, pues prefieren el apalancamiento financiero a través de los Bancos o con aporte propio; las PYMES no cotizan en bolsa.

Se puede añadir al respecto que aquí prima un factor cultural y además de que la probabilidad de que las acciones se vendan a un precio que permitan el fondeo necesario, dadas las condiciones del Ecuador es muy difícil, en cambio en otros países, las compañías estiman, por ejemplo, que para un financiamiento de 100.000 USD están dispuestas a ceder un 5% de su paquete accionario.

El objetivo específico uno era entender las condiciones que generan mercados de valores eficientes para las PYMES, y los factores y condiciones que generan esto es la confianza, el riesgo valorado adecuadamente, las políticas públicas, pero sobre todo los aspectos macroeconómicos tendientes al crecimiento y el desarrollo anclado para esto al sector productivo indistintamente del tamaño.

En cuanto a este objetivo se puede manifestar que un mercado eficiente refleja también una adecuada interacción entre los oferentes y los demandantes, así que el tamaño de las operaciones debe ser un factor por considerar al promocionar los mecanismos para que las empresas acudan y se vaya incrementando el historial de transacciones y de la misma manera no exista concentración solo en pocas empresas para que el equilibrio de mercado se consiga.

El siguiente objetivo era comparar la normativa actual con la de los mercados desarrollados y ver su efecto, de la misma manera, de acuerdo al estudio realizado, cuando se comparó la normativa actual con mercados desarrollados se pudo establecer que el tipo de control es el que difiere ya que en otros países hay organismos independientes para cada parte del proceso como lo son las calificadoras de riesgo, el órgano de control; sin embargo, esto no afecta al momento de cotizar en bolsa.

Es interesante analizar la independencia de las funciones en los países con mayor grado de desarrollo, ya que este es un factor determinante, porque quien controla no tiene nada que ver con quien califica, asimismo respecto al control lo que se busca es dar reglas del juego claras, de tal modo que quien no cumple está fuera del mercado y además las sanciones son parte clara de lo que sucede cuando no hacen las cosas con transparencia.

El tercer objetivo era identificar las características de las PYMES que se financian a través del mercado de valores y las que cotizarían en bolsa son orientadas al comercio, restaurantes y actividades profesionales, actualmente estas recurren a la banca privada para obtener financiamiento.

Es de observancia saber que estas empresas se desenvuelven justamente en los sectores que dinamizan la economía, por tanto, si el país avanza con buen ritmo estas empresas crecerán aumentando las plazas de empleo, adquiriendo mayores activos y sobre todo insertándose hacia un mercado no local, sino nacional y luego de exportación.

El último objetivo era comprobar la viabilidad de crear un producto financiero atractivo para las PYMES en el mercado bursátil y basado en lo anterior se propone una reforma a la ley para que las PYMES puedan ser calificadas según su riesgo, y ofertar bonos en el mercado de valores, teniendo como tasa mínima atractiva de retorno una que incluya el riesgo país y la tasa de los bonos del tesoro de Estados Unidos.

De esta manera se comprueban las hipótesis de que la bolsa de valores tiene los mecanismos, pero debe introducirse una reforma legal, dado esto las PYMES tendrían una fuente de financiamiento adicional.

El financiamiento además juega un papel importante ya que estas empresas desde que nacen tienen recursos escasos y a medida que el negocio crece, la intensificación del capital lo hace también, por lo que aumentar la oferta depende de las fuentes y del crecimiento de la demanda.

Una reforma legal implica que se vean las condiciones de las pymes para que no existan entuertos o trámites burocráticos que incidan en el desarrollo de estas, además se podría valorar la inclusión de productos financieros ajustados a las necesidades en función de los años de existencia de la empresa.

RECOMENDACIONES

Dentro de las futuras líneas de investigación, al existir en Ecuador una Bolsa de Valores que está en desarrollo, todas las investigaciones sectoriales conjugan a que la realidad sea vista de varias perspectivas, es decir, no es lo mismo una empresa dedicada al comercio, que otra que esté en el sector agrícola o los servicios profesionales; estas pueden tener indicadores en común como la rentabilidad y el ingreso, pero diferentes en rotación de productos, edad del ganado, tipo de servicio : contable, legal, etc.

Dentro de lo práctico al establecer una calificación de riesgo para las PYMES como se lo hace con la banca, se sabrá por parte del inversor como es el manejo de la empresa en cuanto a pasivos, activos, rentabilidad y así puede elegir libremente.

Otra sugerencia es que las emisiones de bonos sean similares a las condiciones de los bonos que emite el Estado, con esto se garantiza que los cupones que se van a pagar de acuerdo a las fechas sean cumplidos.

En cuanto a promover el crecimiento de los sectores de servicios profesionales, alimentos y comercio al por menor mientras mejor manejadas sean estas mayores oportunidades tienen de acceder al mercado de valores y de igual manera que estos bonos sean adquiridos por personas y empresas.

Otra sugerencia es diseñar políticas públicas orientadas al financiamiento de las PYMES con emisión de acciones sobre el 10% del capital de reserva, esto va de la mano con la ley que establece que las empresas guarden un porcentaje de la ganancia para futuras capitalizaciones, lo que se sugiere es usar eso como garantía para la obtención de fondos.

Asimismo, se debe realizar un censo económico al 2020 por parte del INEC, para que la información sobre el crecimiento, tipo, aspectos legales entre otros este actualizado.

Otra recomendación es efectuar Semilleros de Empresas en Universidades, esto articula la Educación Superior y la formación de los estudiantes para que sus ideas se transformen en realidades y que se estime la necesidad de financiamiento y la forma de obtención de este.

En un mundo digital establecer el uso de las TICS en las nuevas empresas, es de vital importancia, ya que muchas de estas no podrían tener un espacio físico, y las ventas por internet ser una fuente de ingreso adecuada.

De acuerdo con el índice de hacer negocios el disminuir el número de trámites en las empresas nuevas, es esencial para que estas se desarrollen, de tal manera que más bien estas sean constituidas en el menor tiempo posible.

La última recomendación es dar beneficios tributarios en sectores PYMES en todas las ciudades, ya que la legislación actual lo permite en ciudades que no sean Guayaquil, Quito o Cuenca, pero estos beneficios tributarios deben ampliarse a las ciudades pequeñas donde por poner un ejemplo, quien es dueño de la tienda, domina el abastecimiento del poblado y para que lleguen nuevos productos o se haga mayor la cobertura el financiamiento es pertinente.

BIBLIOGRAFÍA

- Ayo Ñacato, K. V. (Septiembre de 2015). APLICACIÓN DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS. *APLICACIÓN DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO EN UNA EMPRESA DEDICADA A LA VENTA DE COMIDA RÁPIDA*. Quito, Pichincha, Ecuador.
- Banco Central del Ecuador. (2000 - 2018). *INVERSIÓN DIRECTA POR PAÍS DE ORIGEN*. Quito: Banco Central del Ecuador.
- Banco Central del Ecuador. (2018 йил 20-11). *INFLACIÓN ACUMULADA GENERAL*. From INFLACIÓN ACUMULADA GENERAL:
<https://sintesis.bce.fin.ec/BOE/OpenDocument/1602171408/OpenDocument/opedoc/openDocument.faces?logonSuccessful=true&shareId=1>
- Banco Central del Ecuador. (26 de 11 de 2018). *Informacion Monetaria y financiera*. Obtenido de Informacion Monetaria y financiera:
<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>
- BCE. (2019). *Reporte Semanal de Tasas de Interés*. Guayaquil: BCE.
- Beck, T. (27 de 11 de 2017). *Tilburg University*. Obtenido de Tilburg University:
https://pure.uvt.nl/ws/portalfiles/portal/1107677/Financing_Constraints_of_SMEs.pdf
- Bolsa de Valores de Guayaquil. (20 de septiembre de 2019). *Bolsa de Valores de Guayaquil*. Obtenido de Bolsa de Valores de Guayaquil:
<https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/estadisticas/index.asp#panela-3>
- Bolsa de valores de Quito. (21 de 05 de 2014). *Ley para el fortalecimiento y optimizacion del sector societario y bursátil*. Quito, Pichincha, Ecuador.
- BVG. (28 de junio de 2017). *Estadisticas Bolsa de valores de guayaquil*. Obtenido de volumen de operacion:
<https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/estadisticas/index.asp>
- Camino, S., Alicia, R., Diana, A., Bravo, D., & Danna, H. (2017). *Estudios Sectoriales: MIPYMES y Grandes Empresas*. Guayaquil: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador.
- Chomsky, N. (2009). *Understanding the Crisis*. New York: Foreign Policy in Focus.
- Cohen, M., & Baralla, G. (2012). *La situación de las PyMEs en América Latina*. Fundacion Mediterranea. ieralpyme.org.

- Comunidad Andina de Naciones . (2018). *Clasificación de las PYMES*. Lima: CAN.
- Congreso Nacional del Ecuador . (2017). *Codificación I CODIGO ORGANICO MONETARIO Y FINANCIERO, LIBRO II LEY MERCADO VALORES*. Quito : Registro Oficial.
- Diario El Telégrafo. (12 de octubre de 2018). *Diario El Telégrafo*. Obtenido de Diario El Telégrafo: <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/pedro/1/finanzas-manejo-ahorro-economia>
- Dimson, E., & Mussavian, M. (2000). Market Efficiency. In E. Dimson, & M. Mussavian, *The Current State of Business Disciplines* (pp. 959-970). New York: Spellbound Publications.
- Dini, M., Rovira, S., & Stumpo, G. (2014). *Una promesa y un suspirar, Políticas de innovación para PYMES en América Latina*. CEPAL. Chile: Naciones Unidas.
- Duarte, J. B., & Mascareñas, J. M. (2014). Comprobación de la eficiencia débil en los principales mercados financieros latinoamericanos . *Estudios Gerenciales*, 11.
- EKOS. (5 de febrero de 2018). *EKOS*. Obtenido de EKOS: <https://www.ekosnegocios.com/articulo/desempeno-del-mercado-de-valores-en-el-2017>
- EKOS, R. (31 de octubre de 2017). *ekosnegocios.com*. Obtenido de [ekosnegocios.com](http://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=9813): <http://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=9813>
- Estrada, O. (2019). INSTRUMENTOS FINANCIEROS PARA EL FINANCIAMIENTO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA, A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES DE PANAMÁ. *INSTRUMENTOS FINANCIEROS PARA EL FINANCIAMIENTO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA, A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES DE PANAMÁ* (págs. 1-15). sAMBORONDÓN: CONGRESO ECOTEC.
- Federal Reserve Economic Data. (2018 йил 21-09). *Economic Research*. From Stock Market Capitalization to GDP for Ecuador: <https://fred.stlouisfed.org/series/DDDM01ECA156NWDB>
- Ferraz, J., & Ramos, L. (2018). *Inclusión financiera para la inserción productiva de las empresas de menor tamaño en América Latina*. Santiago: CEPAL.
- Foroohar, R. (2016). *Makers and Takers: how wall street destroyed main street*. New York: Crow Publishing group.
- Garcia, G., & Villafuerte, M. (30 de 06 de 2015). Las restricciones al financiamiento de las PYMES del Ecuador y su incidencia en la política de inversiones. *Actualidad Contable Faces*, 18(30), 71.

- Gay, R. (05 de 2016). Effect of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns For four Emerging Economies: Brazil, Russia, India and China. *Internacional Business & Economics Research Journal*, 15(3), 119 - 126.
- H. Congreso Nacional . (2014). *Ley de Compañías*. Quito: Registro Oficial.
- Hernández Sampieri, R. (2015). *Metodología de la investigación*. Mexico D.F.: Mc Graw Hill Education.
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC). (2018). *Clasificación Nacional de Actividades Económicas*. Quito: INEC.
- International Accounting Standards Board. (julio de 2014). NIIF 9 Instrumentos financieros. *NIIF 9 Instrumentos financieros*. Londres, Reino Unido.
- Ley de Mercado de Valores. (22 de 02 de 2006). Ley de Mercado de Valores. *Registro oficial suplemento 215*. Quito, Pichincha, Ecuador.
- Lovato, J. (2013). Propuesta de reformas al mercado de valores ecuatoriano. *Iuris dictio*, 222-244.
- Mankiw, N. G. (2014). *Macroeconomía* (Octava ed.). (M. E. Rabasco, Trad.) Barcelona, España: Antoni Bosch. doi:B.698-2014
- Méndez Prado, S. M. (2016 йил 28-julio). *Mercado de Valores ecuatoriano, sus limitantes de desarrollo en el 2015*. From FCSHOPINA Vol. 88: <http://www.revistas.espol.edu.ec/index.php/fenopina/issue/view/16>
- Moran Muños, M. G. (11 de 09 de 2015). Análisis de la importancia del mercado de valores en el Ecuador y la necesidad de difusión de cultura bursátil. Guayaquil, Guayas, Ecuador: UCSG.
- Naranjo Chiriboga, M. (2016). La evolución de la Economía Ecuatoriana con Dolarización Oficial, 2000-2015. Quito: Pontificia Universidad catolica del Ecuador.
- NYSE. (28 de 06 de 2017). *New York Stock Exchange*. Obtenido de Sample data: <https://www.nyse.com/market-data/historical/taq-nyse-bonds>
- Ochoa, L. (2014). *Análisis de la Eficiencia del Mercado de Valores Ecuatoriano en el Periodo 2002 - 2013*. Quito: PUCE.
- Ortíz Luzuriaga, M. T., Hernández Ludeña, K. C., & Sánchez, W. (Febrero de 2016). Finanzas Digitales mediante el uso de smartphone. *Contribuciones a la Economía*, 1-16. Recuperado el 1 de Mayo de 2019, de <http://www.eumed.net/ce/2016/1/finanzas.zip>
- Perez, O., Rivera, A., & Solis, L. (2015). Análisis del Mercado de Valores Ecuatoriano como fuente de inversión para las PyMES. *UNEMI*, 8-15.

- Perez, O., Rivera, A., & Solís, L. (04 de 2015). Análisis del Mercado de Valores Ecuatoriano como fuente de inversión para las PyMES. *Revista Ciencia UNEMI*, 8(13), 9.
- Pilatasig, G. (2014). *DISEÑO DE UN PORTAFOLIO EFICIENTE DE ACCIONES COTIZADAS EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO*. Quito: ESPE.
- Ramírez-Herrera, L.-M., & Palacín-Sánchez, M.-J. (Enero-Junio de 2018). El estado del arte sobre la teoría de la estructura de capital de la empresa. *Cuadernos de Economía*, 37(73), 143-165. Recuperado el 5 de Mayo de 2019
- Rejón, M. (23 de 10 de 2018). *Asesorestv.com/blogcanalpersonal*. Obtenido de <http://mrejon.blogcanalprofesional.es/los-instrumentos-financieros-basicos-en-las-niif-pymes-seccion-11-analisis-con-casos-practicos/>
- Rothchild, J. (2014). *Un paso por delante de Wall Street*. New York: Deusto.
- Samuelson, P. (1965). *Teoría de los mercados de capitales eficientes*. Detroit: Unknow.
- Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros . (2016). *Emisión y Oferta Pública de Valores en El Ecuador* . Guayaquil: Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros .
- Superintendencia de Compañías. (26 de 11 de 2018). *Ranking Empresarial 2018*. Recuperado el 26 de 11 de 2018, de Superintendencia de Compañías: <https://appscvs.supercias.gob.ec/rankingCias/>
- Tenesaca, K., Villanueva, J., & Malo, Z. (15 de Septiembre de 2017). Sistema bancario de Ecuador: una aproximación a sus indicadores de estabilidad y eficiencia. *Research Gate*. Loja, Loja, Ecuador.
- Tusfinanzas. (24 de 10 de 2018). *tusfinanzas.ec*. Recuperado el 24 de 10 de 2018, de <https://tusfinanzas.ec/blog/category/la-bolsa-de-valores-y-su-funcionamiento/>
- Villanueva, J., & Armas, R. (Noviembre de 2017). *Determinantes de la quiebra empresarial en las empresas ecuatorianas en el año 2016*. Univerisdad Tecnica Particular de Loja. Loja: Univerisdad Tecnica Particular de Loja. Obtenido de Research Gate.
- World Trade Organization. (2016). *World Trade Report 2016 levelling the trading field for SMEs*. Ginebra: WTO Publications.
- Yahoo Finance. (15 de febrero de 2019). *Yahoo Finance*. Obtenido de Yahoo Finance: <https://es-us.finanzas.yahoo.com/quote/%5EGSPC/history?period1=1514782800&period2=1548997200&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo>

Yance, C., Solís, L., Burgos, I., & Hermida, L. (Junio de 2017). LA IMPORTANCIA DE LAS PYMES EN EL ECUADOR. *Revista Observatorio de la Economía Latinoamericana*, 4.

APÉNDICE

¿CÓMO FINANCIARSE EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO?



Figura 26. Financiamiento a través de la bolsa de valores

DECLARACIÓN Y AUTORIZACIÓN

Yo, Meza Coello Juan José, con C.C: # 0919775015 autor del trabajo de titulación: *Análisis de las opciones de financiamiento para PYMES post cambios en la regulación en el mercado de valores* previo a la obtención del grado de **MAGÍSTER EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS** en la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil.

1.- Declaro tener pleno conocimiento de la obligación que tienen las instituciones de educación superior, de conformidad con el Artículo 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior, de entregar a la SENESCYT en formato digital una copia del referido trabajo de graduación para que sea integrado al Sistema Nacional de Información de la Educación Superior del Ecuador para su difusión pública respetando los derechos de autor.

2.- Autorizo a la SENESCYT a tener una copia del referido trabajo de graduación, con el propósito de generar un repositorio que democratice la información, respetando las políticas de propiedad intelectual vigentes.

Guayaquil, 12 de Marzo del 2019

f. _____
Nombre: Meza Coello Juan José
C.C: 0919775015



REPOSITORIO NACIONAL EN CIENCIA Y TECNOLOGÍA

FICHA DE REGISTRO DE TRABAJO DE GRADUACIÓN

TÍTULO Y SUBTÍTULO:	Análisis de las opciones de financiamiento para PYMES post cambios en la regulación en el mercado de valores		
AUTOR(ES) (apellidos/nombres):	Meza Coello, Juan José		
REVISOR(ES)/TUTOR(ES) (apellidos/nombres):	Jácome Ortega, Omar/ Carchi Erick		
INSTITUCIÓN:	Universidad Católica de Santiago de Guayaquil		
UNIDAD/FACULTAD:	Sistema de Posgrado		
MAESTRÍA/ESPECIALIDAD:	Maestría en Administración de Empresas		
GRADO OBTENIDO:	Magíster en Administración de Empresas		
FECHA DE PUBLICACIÓN:	12 de Marzo de 2020	No. DE PÁGINAS:	86
ÁREAS TEMÁTICAS:	Financiamiento y Mercado de valores		
PALABRAS CLAVES/ KEYWORDS:	Mercado de Valores, PYMES, Financiamiento, Banca de Inversiones, Bonos, Obligaciones financieras		
RESUMEN/ABSTRACT (150-250 palabras):			
<p>El trabajo de investigación denominado Análisis de las opciones de financiamiento para PYMES post cambios en la regulación del mercado de valores, definió como objetivo general evaluar los mecanismos de financiamiento en la bolsa de valores para las PYMES que se generaron a partir del cambio en la normativa y proponer un producto financiero más atractivo o en su defecto un cambio en la normativa, para lograrlo recurrió a series estadísticas y entrevistas, obteniendo como resultado que las PYMES en Ecuador si pueden acceder a financiamiento a través de la bolsa de Valores, sin embargo siguen recurriendo a la Banca tradicional. Ante esto se hizo una propuesta que incluye una emisión de bonos basado en el riesgo país y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, similar a lo que hace el Gobierno del Ecuador y se demostró que la tasa mínima atractiva de retorno es inferior a la de créditos PYMES, para lo cual estas deben agruparse en clúster, pasar una calificación y el gobierno introducir una reforma legal porque la propuesta es viable.</p>			
ADJUNTO PDF:	<input checked="" type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	
CONTACTO CON AUTOR/ES:	Teléfono: +593-4-2821149 / 0984467613	E-mail: juan.meza.03@cu.ucsg.edu.ec	
CONTACTO CON LA INSTITUCIÓN:	Nombre: María del Carmen Lapo Maza		
	Teléfono: +593-4-3804600		
	E-mail: maria.lapo@cu.ucsg.edu.ec		

SECCIÓN PARA USO DE BIBLIOTECA

Nº. DE REGISTRO (en base a datos):	
Nº. DE CLASIFICACIÓN:	
DIRECCIÓN URL (tesis en la web):	