



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL**

**FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES**

TEMA:

**El Mercado Bursátil en Ecuador como fuente de
financiamiento de las PYMES del Sector Comercial de
Guayaquil**

AUTORES:

**Calderón Aguilera, Juan Carlos
Coto Ronquillo, Elice David**

**Trabajo de titulación previo a la obtención del título de
Ingeniero en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe**

TUTOR:

Ing. Garzón Jiménez, Luis Renato, Mgs.

Guayaquil, Ecuador

28 de Agosto de 2017



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES**

CERTIFICACIÓN

Certificamos que el presente trabajo de titulación fue realizado en su totalidad por **Calderón Aguilera Juan Carlos y Coto Ronquillo Elice David** como requerimiento para la obtención del título de **Ingeniero en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe**.

TUTOR

f. _____
Ing. Garzón Jiménez, Luis Renato, Mgs.

DIRECTOR DELA CARRERA

f. _____
Knezevich Pilay Teresa, Mgs

Guayaquil, a los 28 días del mes de Agosto del año 2017



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES

DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

Yo, **Calderón Aguilera Juan Carlos y Coto Ronquillo Elice David**

DECLARAMOS QUE:

El Trabajo de Titulación, **El Mercado Bursátil en Ecuador como fuente de financiamiento de las PYMES del Sector Comercial de Guayaquil** previo a la obtención del título de **Ingeniero en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe** ha sido desarrollado respetando derechos intelectuales de terceros conforme las citas que constan en el documento, cuyas fuentes se incorporan en las referencias o bibliografías. Consecuentemente este trabajo es de mi total autoría.

En virtud de esta declaración, me responsabilizo del contenido, veracidad y alcance del Trabajo de Titulación referido.

Guayaquil, a los 28 días del mes de Agosto del año 2017

LOS AUTORES

f. _____
Calderón Aguilera Juan Carlos

f. _____
Coto Ronquillo Elice David



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES

AUTORIZACIÓN

Yo, **Calderón Aguilera Juan Carlos y Coto Ronquillo Elice David**

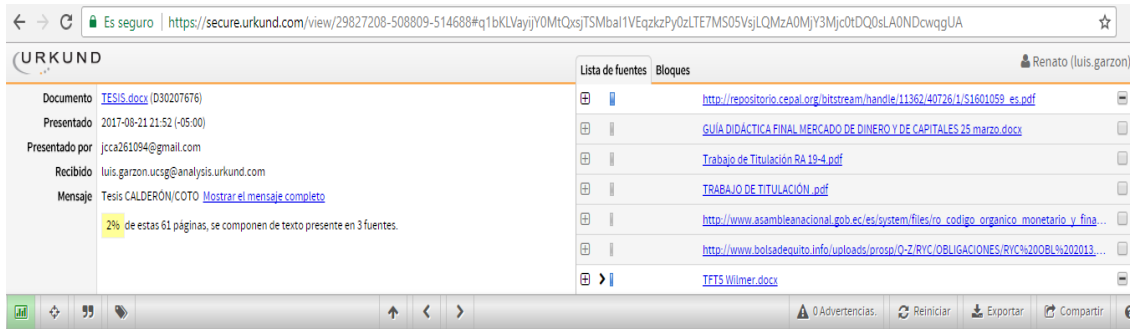
Autorizamos a la Universidad Católica de Santiago de Guayaquila la **publicación** en la biblioteca de la institución del Trabajo de Titulación, **El Mercado Bursátil en Ecuador como fuente de financiamiento de las PYMES del Sector Comercial de Guayaquil**, cuyo contenido, ideas y criterios son de mi exclusiva responsabilidad y total autoría.

Guayaquil, a los 28 días del mes de Agosto del año 2017

LOS AUTORES

f. _____ f. _____
Calderón Aguilera Juan Carlos Coto Ronquillo Elice David

REPORTE URKUND



The screenshot displays the URKUND report interface. The browser address bar shows the URL: <https://secure.orkund.com/view/29827208-508809-514688#q1bKLvayjYOMtQxsjTSMbal1VEqkzPy0zLTE7MS05VsjQMzADMjY3Mjc0tDQ0slA0NDcwqgUA>. The interface is divided into two main sections: document metadata on the left and a list of sources on the right.

Document Metadata:

- Documento: [TESIS.docx](#) (030207676)
- Presentado: 2017-08-21 21:52 (-05:00)
- Presentado por: jcca261094@gmail.com
- Recibido: luis.garzon.ucsg@analysis.orkund.com
- Mensaje: Tesis CALDERÓN/COTO [Mostrar el mensaje completo](#)

Mensaje Content:

2% de estas 61 páginas, se componen de texto presente en 3 fuentes.

Lista de fuentes (Sources):

- http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40726/1/S1601059_es.pdf
- [GUÍA DIDÁCTICA FINAL MERCADO DE DINERO Y DE CAPITALLES 25 marzo.docx](#)
- [Trabajo de Titulación PA 19-4.pdf](#)
- [TRABAJO DE TITULACIÓN.pdf](#)
- http://www.asambleanacional.gob.ec/es/system/files/ro_codigo_organico_monetario_y_fina...
- <http://www.bolsadequito.info/uploads/prosp/O-2/RYC/OBLIGACIONES/RYC%200BL%202013...>
- [TFTS Wilmer.docx](#)

The interface also includes a navigation bar at the bottom with options: 0 Advertencias, Reiniciar, Exportar, and Compartir.

AGRADECIMIENTO

Mi agradecimiento es para Dios por haberme dado la sabiduría y salud necesaria culminar mi carrera universitaria.

Agradezco a mi familia que me dieron su apoyo incondicional en toda mi vida, especialmente a mis padres, Víctor Calderón y Shirley Aguilera, que lucharon día a día para que yo pueda cumplir esta meta, y a mis hermanos Micaela y Stalin.

Estoy agradecido con los profesores que me ayudaron a formar en lo académico y en lo personal, especialmente a nuestro tutor Renato Garzón por su tiempo dedicado a nosotros.

Muy agradecido con mis amigos que, entre bromas y bromas, fueron una parte fundamental en mi vida universitaria.

Finalmente, a mi compañero de colegio, compañero de tesis y amigo que, con paciencia y dedicación, se pudo terminar lo planteado desde el inicio.

Juan Carlos Calderón

AGRADECIMIENTO

Quiero agradecerle a Dios por haberme permitido cumplir mi etapa universitaria con salud y bienestar, de igual manera quiero agradecer a mis queridos padres Anabel Ronquillo y Elice Coto por ser el motor de mi día a día, siempre aconsejándome y dándome el mejor ejemplo que un hijo puede recibir, de igual manera quiero agradecerle a mi hermana Teresa por el apoyo incondicional siempre brindado y por los consejos dados a través de mi vida universitaria.

Quiero agradecer a mi familia, amigos y todas las personas cercanas a mí quienes en todo momento mostraron interés hacia mi persona a través de su confianza y motivación, diciéndome que puedo llegar a lograr cosas grandes. A mí tutor el profesor Renato Garzón por sus enseñanzas y guía durante el trabajo de tesis. Por último, agradezco a mi amigo Juan Carlos quien lo conozco desde la escuela, gracias por la paciencia, ayuda y esfuerzo logrado en este trabajo.

David Coto

DEDICACIÓN

Dedico este logro a mis abuelitos Lastenia Sanaguano y Washington Aguilera, que en su momento estuvieron conmigo dando ese apoyo incondicional.

Este logro es dedicado a mi abuelita presente, Rosa Hati, que me sigue brindando su cariño y apoyo en todo momento con sus consejos.

Finalmente va dedicado a mi papá y mi mamá con mucho cariño.

Juan Carlos Calderón

DEDICACIÓN

Quiero dedicarle este proyecto a mi abuelita María quien me está cuidando desde el cielo, dándome su bendición en todo momento, sabiendo que tengo un ángel guardián quien se va preocupar siempre por mí. También quiero dedicarle todo mi esfuerzo a mis padres y mi hermana quienes son el pilar fundamental en mi vida y las personas cercanas hacia mi quienes son los que complementan mi vida.

David Coto



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES**

TRIBUNAL DE SUSTENTACIÓN

f. _____

Ing. Teresa Knezevich P., Mgs
DIRECTORA DE CARRERA

f. _____

Econ. David Coello C., Mgs.
COORDINADOR DE UNIDAD DE TITULACIÓN

f. _____

Econ. Paola Guim Bustos
OPONENTE



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES**

CALIFICACIÓN

f. _____

Ing. Garzón Jiménez, Luis Renato, Mgs.

TUTOR

ÍNDICE

Introducción	2
Generalidades de la investigación	4
Antecedentes	4
Planteamiento del Problema	6
Hipótesis	7
Justificación.....	8
Objetivo General	8
Objetivos Específicos	9
Capítulo I – Bases conceptuales y teóricas	10
Marco Teórico	10
Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order Theory).....	10
Teoría de Racionamiento del Crédito	11
Teoría de la Estructura de Capitales de las pequeñas y medianas empresas.....	11
Teoría del Ciclo de Crecimiento Familiar de la Empresa	12
Marco Conceptual	13
Acción(es).....	13
Banca comercial o de primer piso.....	13
Banca de segundo piso	13
Banca pública	13
Bolsa de Valores.....	14
Bonos	14

Calificación de riesgo.....	14
Capitalización	14
Casa de Valores	15
Deuda	15
Deuda financiera.....	15
Emisión	15
Financiamiento	15
Instituciones financieras	16
Mercado de valores	16
Mercado Primario	16
Mercado Secundario.....	16
Obligación.....	16
Papel Comercial	17
Registro Especial Bursátil.....	17
Renta Fija	17
Tasa de interés activa o de colocación.....	17
Tasa de interés efectiva o real.....	17
Tasa de interés máxima.....	18
Tasa de interés nominal.....	18
Tasa de interés pasiva o de captación	18
Tasa de interés referencial	18
Titularización.....	18
Marco Metodológico	19

Método exploratorio	20
Método descriptivo.....	20
Método analítico	20
Método deductivo	20
Método inductivo.....	20
Método sintético.....	21
Enfoque cuantitativo	21
Enfoque cualitativo	21
Delimitación	22
Marco Legal.....	23
Constitución de la República del Ecuador año 2008	23
Código Orgánico Monetario y Financiero	23
Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil	24
Ley de Mercado de Valores	24
Capítulo II: Información Primaria y Secundaria relacionada a PYMES Comerciales en Guayaquil.....	26
Participación de las empresas de carácter comercial en el Mercado Bursátil local.....	26
Evolución de montos autorizados en el Mercado Bursátil Ecuatoriano	27
Volumen de montos negociados por parte de las empresas de carácter comercial dentro del Mercado Bursátil	29
Participación de las Empresas PYMES comerciales en el Mercado Bursátil durante el período 2012 – 2016	30

Emisiones de renta fija relacionada al segmento PYMES comercial localizadas en Guayaquil	31
Descripción de emisiones de obligaciones por parte de PYMES comerciales de Guayaquil	32
RYC S.A	32
Centuriosa S.A.....	34
Motores y Tractores Motrac S.A.	36
Capítulo III: Mercado de Valores Ecuatoriano y productos financieros ofrecidos a PYMES comerciales de Guayaquil.....	43
Descripción general del Mercado de Valores Ecuatoriano	43
Funcionamiento del Mercado Bursátil Ecuatoriano para la emisión de Obligaciones.....	43
Registro Especial Bursátil - Análisis de la entrevista.....	45
Situación crediticia de las PYMES del Sector Comercial en relación al Sistema Financiero Nacional.....	49
Descripción de créditos destinados a PYMES por parte de la Banca Privada	56
Banco Pichincha	56
Banco del Pacífico	57
Capítulo IV: Análisis Comparativo.....	64
Análisis comparativo referente a costos incurridos por la emisión de obligaciones y crédito bancario.	64
Emisión de Obligaciones	64
Crédito Bancario	67
Conclusiones	71

Recomendaciones	73
Referencias bibliográficas	74
Anexo 1: Estructura de Prospecto de Oferta Pública	81
Anexo 2: Preguntas de entrevista a la empresa Motrac S.A.....	88
Anexo 3: Contrato de emisión de obligaciones	89
Anexo 4: Preguntas de entrevista al experto en mercado de valores	91
Anexo 5: Carta de consentimiento de entrevista realizada	92

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: PYMES en el Mercado Bursátil por provincia	6
Tabla 2: Matriz Metodológica.....	19
Tabla 3: Emisores registrados en el mercado bursátil por sector económico	26
Tabla 4: Montos negociados en el Mercado de Valores periodo 2012 - 2016	27
Tabla 5: Montos negociados de renta fija de empresas comerciales con periodo 2012-2016.....	29
Tabla 6: Emisiones de PYMES comerciales periodo 2012 - 2016	30
Tabla 7: Total de emisiones de papel comercial y obligaciones	31
Tabla 8: Costos por emisión de obligaciones - RYC S.A.....	34
Tabla 9: Costos por emisión de obligaciones - Centuriosa S.A	35
Tabla 10: Costos por emisión de obligaciones - Motrac S.A.....	37
Tabla 11: Resumen de emisiones por concepto de Obligaciones de PYMES comerciales en la ciudad de Guayaquil	40
Tabla 12: Resumen de emisiones de papel comercial de PYMES comerciales de Guayaquil.....	42
Tabla 13: Volumen de Créditos por parte del Sistema Financiero Nacional – Parte 1	50
Tabla 14: Volumen de Créditos por parte del Sistema Financiero Nacional – Parte 2	51
Tabla 15: Volumen de Crédito del Segmento de Crédito Comercial Prioritario Empresarial y PYMES	53
Tabla 16: Volumen de Crédito del Sector Privado: Segmento de Crédito Comercial Prioritario Empresarial y PYMES	55

Tabla 17: Volumen de Crédito de la Economía Popular y Solidaria: Segmento de Crédito Comercial Prioritario Empresarial y PYMES	58
Tabla 18: Volumen de Crédito del Sector Público: Segmento de Crédito Comercial Prioritario Empresarial y PYMES	59
Tabla 19: Volumen de Crédito de las Mutualistas: Segmento de Crédito Comercial Prioritario Empresarial Y PYMES	60
Tabla 20: Volumen de Crédito de las Sociedades Financieras: Segmento de Crédito Comercial Prioritario Empresarial PYMES	61
Tabla 21: Volumen de Crédito de las Tarjetas de Crédito: Segmento de Crédito Comercial Prioritario Empresarial y PYMES.....	62
Tabla 22: Costos incurridos por emisión de obligaciones - Motrac S.A	65
Tabla 23: Tabla de Amortización de Obligaciones - Motrac S.A.....	66
Tabla 24: Tabla de amortización de crédito bancario - Motrac S.A.....	68

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Participación porcentual de los títulos emitidos durante los períodos 2011 – 2016	28
Figura 2. Participación porcentual de los Segmentos de Créditos del Sistema Financiero Nacional. 2016	52
Figura 3. Participación porcentual de los Segmentos de Créditos del Sistema Financiero Nacional. 2016	54

Resumen

El presente trabajo de investigación tiene como objeto demostrar los beneficios que ofrece el mercado bursátil ecuatoriano destinado a las pequeñas y medianas empresas comerciales ubicadas en la ciudad de Guayaquil. Se realizó una comparación entre el método tradicional de financiamiento bancario y la emisión de títulos de renta fija. Para el trabajo se desarrollaron entrevistas a expertos como fuente de información primaria, y se consideraron datos históricos del mercado de valores y crediticio como fuentes de información secundarias. Asimismo, se describió el funcionamiento del mercado de valores incluyendo sus requerimientos, en el cual se tiene como alternativa para las PYMES comerciales, la emisión de títulos en el Registro Especial Bursátil; además se detallaron los requisitos necesarios para que instituciones bancarias otorguen un crédito comercial a este tipo de empresas. El trabajo de investigación tiene como entregable el análisis de una emisión de obligaciones la cual incurre en menores costos financieros en comparación con un crédito bancario. Adicionalmente, en relación al análisis comparativo, se consideraron los plazos definidos para cancelar la deuda, pagos de intereses y garantías requeridas.

Palabras claves: mercado de valores, pequeñas y medianas empresas, emisión de obligaciones, crédito bancario, sector comercial, prospecto.

Abstract

The following research has as objective proving the benefits that the stock market offers to small and medium commercial enterprises of Guayaquil. A comparative analysis was made between the traditional method of financing which is the bank loan, and the issue of fixed rent securities which is a non-traditional method of financing. For this research, as primary sources, interviews to experts were used to get specific information, and as secondary sources, historical data of stock market and bank loans were used to know statistical information. In addition, the stock market was described including its requirements, in which there is an alternative for common issues that is known as REB (Registro Especial Bursátil); besides, the requirements related to get a bank loan to SMEs were detailed. The conclusion of the research is that a long-term issue of securities has less financial costs in comparison with a bank loan. Additionally, in relation to comparative analysis, it was considered the payments periods of debt, interest payments and collaterals required.

Keywords: stock market, small and medium enterprises, bond issue, bank loan, commercial sector, prospectus.

Introducción

El presente trabajo de investigación hace referencia a la emisión de obligaciones de una pequeña y mediana empresa en comparación a una línea de crédito bancaria. Se consideró la primera opción de financiamiento dado los beneficios que otorga dicho método de financiamiento, el cual es considerado no tradicional por las empresas locales en nuestro país. Además, se describirán los motivos por los cuales una empresa escoge el método tradicional de financiamiento considerando un burocrático exigente inicial para obtener un crédito.

A medida que avanza la investigación, se mostrará cómo han evolucionado los montos de créditos bancarios devengados al segmento comercial prioritario PYMES y Corporativo, en el cual se los consideraron de acuerdo a las características establecidas en la leyes establecidas por los entes reguladores del Estado, considerando todas las entidades pertenecientes al Sistema Financiero Nacional, siendo que el sector de banca privada es principal intermediador de créditos; además, se detallarán los montos negociados de las emisiones de obligaciones del sector PYME previamente mencionado. Dicho análisis se sustenta en el estudio de Prospectos de Oferta Pública de diferentes empresas con el fin de obtener los costos incurridos en una emisión de obligaciones, a su vez se implementarán datos obtenidos a través de entrevistas realizadas a expertos.

En el siguiente capítulo se detallará el funcionamiento del mercado de valores, incluyendo el Registro Especial Bursátil, el cual es una alternativa para las pequeñas y medianas empresas. Asimismo, se mostrará el funcionamiento del sistema bancario para el otorgamiento de créditos. En ambos casos, se mostrarán los requerimientos necesarios para obtener un crédito colateralizado y el proceso establecido de una emisión de obligaciones.

Finalmente, se realizará la comparación en materia de costos financieros incurridos en un crédito bancario y una emisión de obligaciones. Se tomarán en cuenta los plazos y pago de intereses en ambas opciones de financiamiento con el fin de realizar unacomparación de manera correcta. Por consiguiente, se concluye que en la opción de emisión de obligaciones es más factible y menos costosa para una pequeña y media empresa.

Generalidades de la investigación

Antecedentes

En Ecuador, la cultura empresarial en materia de crédito se sustenta en que los gerentes o tomadores de decisiones de empresas deciden buscar capitales a través de la banca, tanto pública como privada, por consiguiente, esta banca requiere de garantías prendables necesarias para respaldar sus operaciones crediticias, lo cual descarta otras opciones como la emisión de títulos en el mercado de valores. A través de los años, se ha intentado estructurar un mercado de valores eficiente, sin embargo, no se lo ha logrado en décadas anteriores.

El Mercado Bursátil de Ecuador se intentó constituir en el año de 1906 a través del Código de Comercio del mismo año, el cual empieza a vincular la Bolsa de Valores de Ecuador al sistema financiero, sin embargo, los esfuerzos no fueron suficientes para estimular un mercado de valores como tal. En 1935 se establece la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador en Guayaquil, de esta manera se buscaba formar un mercado bursátil estructurado correctamente, pero debido a la escasa oferta de valores, la baja capacidad de ahorro en Ecuador en esos años y la falta de educación financiera, entre otros factores, hizo que su existencia fuera breve en el país. (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2015)

En los siguientes años, se desarrollaron ideas para crear un sistema financiero más estructurado, en 1965 se establece la Comisión Nacional de Valores, la cual tenía como orientación generar créditos y ayudar al desarrollo industrial del país, incluyendo la creación de una bolsa de valores. De acuerdo a las leyes de esa época, en 1969, la Comisión Legislativa Permanente dio la autorización para en ese año constituir las bolsas de valores como Compañías Anónimas, tanto en Quito como en Guayaquil, bajo el control de la Superintendencia de Compañías y normada por la Ley de Compañías (et al, 2015).

A partir del año de 1970, las bolsas de valores empezaron a operar, y de esta manera existe formalidad dentro del mercado bursátil ecuatoriano. La Ley de Mercado de Valores de 1993 tuvo como objetivo contribuir en la creación de casas de valores, administradoras de fondos, depósito centralizado de valores, y finalmente, convertir las bolsas de valores en corporaciones civiles sin fines de lucro. Se aprobó una nueva Ley de Mercado de Valores en 1998, sustituyendo a la de 1993 (et al, 2015).

En el año 2014, el Código Orgánico Monetario y Financiero estableció una nueva reforma a la normativa anterior, dicha reforma actualmente se la conoce como Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, la cual derogó el Consejo Nacional de Valores que tenía como objetivo establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento (Andrade, 2003). De esa manera se creó la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera como nuevo ente político y regulador, perteneciente a la Función Ejecutiva, y a la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros como ente ejecutor en el ámbito del Mercado de Valores.

Esta investigación guarda relación con el sector de PYMES comerciales de Guayaquil las cuales son consideradas como un factor importante en la estructura económica de un país, debido a su participación en la generación de empleos pertenecientes a diferentes sectores del país (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2010).

Por otro lado, se debe de tomar en cuenta ciertos parámetros para ser considerada una PYME en el Ecuador; según el Reglamento del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones (2011) propuesto por el Ministerio Coordinador de la Producción, Empleo y Competitividad, una PYME es considerada aquella unidad de producción que contrata entre 10 y 199 trabajadores y que tiene un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre \$ 100.0000 y \$ 5.000.000 de dólares de los Estados Unidos de América.

En la actualidad, de acuerdo a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2016) el monto total en autorizaciones por concepto de

Oferta Pública intermediada a través del mercado de valores fue de \$ 633,83 millones de dólares, de los cuales \$ 350,5 millones de dólares fueron Papeles Comerciales y \$ 227,8 millones de dólares son Obligaciones. La relación entre la emisión de Oferta Pública y el crédito otorgado por el Sistema Financiero Privado es de 4,61% considerando un monto total de préstamos por \$ 13.754,60 millones de dólares, esto demuestra la escasa participación del Mercado Bursátil Ecuatoriano por parte del sector privado y que, los instrumentos de renta fija son intermediados en su mayoría.

Planteamiento del Problema

Tomando en cuenta a Bernal (2010), enunciar un problema es contar lo que está pasando en relación a una situación o características relacionadas al tema que va a estudiarse, es decir, describir el estado actual del problema. Por lo tanto, es importante mencionar que en la provincia del Guayas existen alrededor de 28.000 empresas catalogadas como PYMES de acuerdo con la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2015) de las cuales, según el Reporte Mensual de la Bolsa de Valores de Quito (2017) detalla que solamente 69 empresas ubicadas en la provincia del Guayas principalmente en la ciudad de Guayaquil participan en el Mercado Bursátil Ecuatoriano.

Tabla 1

Número de PYMES inscritas en el Mercado Bursátil por Provincias

Provincia	Cantidad
Guayas	69
Pichincha	39
Cotopaxi	1
Galápagos	2
Los Ríos	1
Santo Domingo	2
Tungurahua	2
Azuay	2
Total	119

Nota: Adaptado de "Informe Bursátil Mensual" por la Bolsa de Valores de Quito. Abril 2017

De acuerdo a la información expuesta, se puede inferir que existe un escaso nivel de conocimiento por parte de los dueños de compañías catalogadas como PYMES en relación al Mercado Bursátil local, se toma puntualmente como referencia las diferencias entre recibir créditos mediante préstamos bancarios o a captar capitales a través de la emisión de obligaciones a corto o largo plazo, puntualmente existen requisitos necesarios para el otorgamiento de créditos por parte de instituciones financieras privadas y públicas considerando que el Código Orgánico Monetario y Financiero (2014), obliga a todas las instituciones del Sistema Financiero Nacional a garantizar todo tipo de operaciones crediticias, es decir que las PYMES deben de otorgar una garantía para obtener un crédito para financiar sus operaciones; especificando que la operación crediticia no debe ser mayor al 200 % del patrimonio del sujeto a crédito ni tener garantías menores al 120 % de sus activos. Además, según el Banco Central del Ecuador (2017) la tasa activa referencial para el segmento productivo PYMES del sector comercial del mes de mayo del presente año es del 10,42%, mientras la tasa activa máxima es 11,83%. Estos dos factores inciden en que este tipo de empresas tengan dificultades para conseguir capital.

A continuación, se plantea la siguiente pregunta de investigación: ¿Cuál representa la mejor alternativa de financiamiento para las Pymes Sector Comercial, créditos a través del Sistema Financiero Nacional o la intermediación a través del Mercado Bursátil Local?

Hipótesis

Según Bernal (2010), una hipótesis es una solución anticipada que el objeto de investigación tiene, por lo cual se debe direccionar a probar dicha suposición.

Por lo tanto, el presente trabajo plantea como Hipótesis de Investigación lo siguiente: el mercado bursátil ecuatoriano representa una mejor alternativa de financiamiento para PYMES comerciales ubicadas en la ciudad de Guayaquil.

Justificación

Es importante explicar por qué es conveniente llevar a cabo la investigación y cuáles son los beneficios que derivarán de ella; siendo que, la justificación indica el motivo de la investigación exponiendo sus razones, demostrando que el estudio es necesario e importante (Hernández, Fernández, Baptista, 2010).

Este proyecto de investigación está relacionado a las líneas de investigación de la Carrera de Comercio y Finanzas Internacionales, el cual es “Analizar modelos de financiamiento alternativos no tradicionales, para que sean aplicados en empresas ecuatorianas. Además, la propuesta guarda pertinencia con el II Plan Nacional del Buen Vivir elaborado por Senplades (2013), específicamente al Objetivo 8 y 10. El primero se sustenta en consolidar el sistema económico, social y solidario de forma sostenible, esto hace referencia a la democratización de los créditos bancarios en el Ecuador, con el fin de buscar más opciones de financiamiento para las empresas ecuatorianas. Mientras que el segundo hace referencia en impulsar la transformación de la matriz productiva, con el propósito de generar plazas de trabajo y ofrecer valor agregado a los productos ecuatorianos. De acuerdo a Brull (2007), los recursos invertidos en el Mercado Bursátil permiten a las empresas y al gobierno, financiar proyectos productivos y de desarrollo generadoras de empleos y riqueza para un país.

Por ende, este proyecto de investigación será de gran ayuda para las PYMES del sector comercial en la ciudad de Guayaquil, ya que podrán conocer cómo el Mercado Bursátil Ecuatoriano crea, promueve y desarrolla alternativas de capitalización diferentes a las tradicionales que son ofrecidas por el Sistema Financiero Nacional.

Objetivo General

Realizar un estudio comparativo entre el Mercado de Valores Ecuatoriano y Sistema Financiero Nacional en relación a métodos definanciamiento dirigido a las PYMES comerciales ubicadas en la ciudad de Guayaquil.

Objetivos Específicos

- Determinar las bases conceptuales y teóricas de la investigación.
- Recabar información primaria y secundaria perteneciente a PYMES del sector comercial.
- Analizar el funcionamiento del Mercado Bursátil y los productos financieros del Sistema Financiero Nacional en el Ecuador enfocadas PYMES del sector comercial.
- Realizar un análisis comparativo entre el financiamiento de PYMES a través la emisión de obligaciones y el crédito bancario.

Capítulo I – Bases conceptuales y teóricas

Marco Teórico

Esta investigación tendrá como referencia varias teorías, las cuales guardan pertinencia de cómo una PYME puede obtener financiamiento de diferentes fuentes. Además, se conoce de antemano que el problema de las PYMES comerciales para obtener un financiamiento es debido a que no se encuentran desarrolladas o no están en su etapa de madurez. Por ende, citamos las siguientes teorías.

Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order Theory)

Esta teoría publicada por Myers y Mailouf (1984) interpreta que las empresas al momento de querer incrementar su capital y suponiendo que el mercado está libre de impuestos, costos de transacción y otras imperfecciones del mercado, las mismas tienen tres opciones para obtener dicho capital, las cuales son, el uso de sus propios recursos económicos como las utilidades retenidas, la deuda con una entidad financiera y la emisión de bonos y papeles a largo plazo a renta fija.

Frank y Goyal (2002) hacen referencia a esta teoría, debido a que afirman las 3 fuentes de financiamiento descritas por Myers, y además, las empresas al momento de querer aumentar su capital, tienen como preferencia usar sus recursos propios, ya sean sus utilidades retenidas o fondos propios, ya que de esta forma es la más segura y no tendrían problemas de selección adversa, la segunda opción es la deuda con una entidad financiera siempre y cuando los recursos financieros de la compañía no sean los suficientes, esta opción es menos riesgosa que la emisión de activos financieros ya que la selección adversa es menor, por lo cual la última opción como fuente de financiamiento para una empresa sería la expansión de capital mediante la emisión de títulos a renta fija. Esta es la tercera fuente de financiamiento según Myers y Mailouf (1984) la cual las

empresas tratan de evitar debido a costos de transacción que deben asumir al emitir los títulos debido a la información asimétrica.

Teoría de Racionamiento del Crédito

Stiglitz y Weiss (1981), menciona un escenario en el cual existe una asimetría de información considerando que, la demanda y oferta de créditos no se encuentra en equilibrio. Adicionalmente, detalla que las instituciones financieras restringen la intermediación de créditos considerando una sobre demanda de crédito proveniente de agentes privados, es por consiguientes que en este escenario los agentes estarían dispuestos a pagar una tasa de interés mayor a la del mercado o aumentar el porcentaje de garantías o colaterales, lo cual repercute en una reducción de los beneficios por parte de la banca considerando aumentos en la tasa de interés, lo cual ocasiona que el crédito a largo plazo sea incobrable afectando las ganancias de las instituciones financieras. Por otro lado, si las instituciones financieras aceptarían estas condiciones, podría generar una escasez por parte de los agentes privados que desean adquirir un crédito, quienes no desean pagar altos intereses ya que, al momento de evaluar sus proyectos con una tasa de interés elevada, obtendrán un retorno menor, y esto crea desmotivación cuando van a solicitar algún tipo de financiamiento. Debido a esto, los bancos en lugar de incrementar o disminuir la cantidad de dinero prestado en créditos, bajan la oferta de crédito para así mantener la oferta y demanda del crédito estable.

Teoría de la Estructura de Capitales de las pequeñas y medianas empresas

La presente teoría hace referencia a la estructura de capitales entre participación accionaria y deuda, la cual difiere entre la pequeña y grande empresa. La opacidad mencionada indica que las pequeñas empresas poseen información limitada en relación a las grandes. Por lo general los mismos administradores son propietarios y a su vez, se motivan en adquirir un crédito bancario en lugar de obtener capital societario considerando que su objetivo es simplemente mantener el control de sus negocios (Berger y Udell, 1998).

Las empresas son vistas a través de un paradigma, el cual hace referencia a un ciclo de crecimiento financiero en el que la estructura de capital tiene sus puntos óptimos durante el ciclo, por lo tanto, el capital varía por la edad y el tamaño de la compañía.

Según Berger y et al (1998), las pequeñas empresas no logran obtener contratos de forma pública, sino de manera privada; adicionalmente las pequeñas y medianas empresas no auditan sus estados financieros de empresas externas. Esta serie de situaciones generan falta de credibilidad al crear una buena reputación y disminuir la opacidad de información.

En su mayoría, los créditos financieros no se encuentran disponibles para pequeñas empresas hasta que se cumpla el nivel de producción necesario, y así mostrar en el estado de situación financiera o balance general, que los activos del negocio pueden ser comprometidos como colaterales o garantías, los cuales pueden ser cuentas por cobrar, inventarios y equipos (Brewer y Genay, 1994).

Teoría del Ciclo de Crecimiento Familiar de la Empresa

Mediante la teoría de Briozzo y Viglier (2012), explica que, en empresas familiares, el socio fundador las constituye con el objetivo de maximizar sus utilidades, pero a medida que la empresa va logrando madurez, cambia sus objetivos las cuales van enfocados en obtener estabilidad financiera y familiar. El crecimiento previamente mencionado se sustenta en la aportación monetaria de socios cercanos a la familia del fundador. Además, se detalla que existen tres tipos de ciclos en los cuales las opciones financieras de las empresas cambiarían, en el primer ciclo se encuentra el dueño o fundador de la compañía, el cual buscará estabilidad financiera dentro de la empresa con el propósito de no perder control sobre la misma, la cual se puede ver amenazada al momento de otorgar garantías para la adquisición de un crédito, o el control por parte de otros accionistas al momento de convertir la compañía en pública; en el segundo ciclo se encuentran los hijos del fundador de la compañía, los cuales son más amantes al riesgo finalmente en el tercer ciclo consiste cuando la empresa

ha crecido lo suficiente debido a las aportaciones societarias de los familiares.

Marco Conceptual

Acción(es)

Una acción se la define como el título que refleja la participación en el capital suscrito, es decir las partes en que el capital de una compañía se divide. La persona quien adquiere las acciones toma el nombre de accionista, el cual tiene derecho y responsabilidades que están establecidas en la ley (Miranda y Valarezo, 2001).

Banca comercial o de primer piso

Institución que se dedica al negocio de recibir dinero en depósito y darlo a su vez en préstamo, sea en forma de mutuo, de descuento de documentos o en cualquier otra forma. Se consideran además todas las operaciones que natural y legalmente constituyen el giro bancario (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2012, p.12).

También se la define como la acción de realizar una negociación directamente con la entidad financiera, a través de sus oficiales de crédito o encargados para esa operación financiera. En esta banca de primer piso, se puede realizar depósitos o requerir un crédito.

Banca de segundo piso

Entidad financiera que canaliza sus operaciones de financiamiento a empresas a través de créditos a bancos que sirven de intermediarios con el cliente final. La Corporación Financiera Nacional cumple este rol en el país, el cual otorga créditos a pequeñas, medianas y grandes empresas a través de la banca. (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2012, p.13)

Banca pública

La banca pública es una institución importante para la soberanía monetaria y el financiamiento de la economía de un país, además, el papel

importante de la banca pública es la administración de una crisis financiera; además, la banca pública es una especie de fondo de reservas de un país para organismos financieros internacionales, tanto bilaterales como multilaterales, en lo que refiere a infraestructura o proyectos. Por otro lado, es el responsable de la acumulación de los recursos naturales para cada país. (Girón, Correa, y Rodríguez, 2010)

Bolsa de Valores

De acuerdo con la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (2014), se define a la bolsa de valores como sociedades anónimas que tienen como objetivo ofrecer servicios y mecanismos necesarios para una negociación de valores. Además, pueden realizar actividades complementarias para el respectivo desarrollo del mercado de valores.

Bonos

“Es el título de un valor con las características similares a las obligaciones, pero que generalmente vence a más corto plazo. Son emitidos por las empresas, principalmente sociedades anónimas abiertas.”(Bolsa de Valores de Guayaquil, 2012, p.15)

Calificación de riesgo

Es la opinión profesional sobre el grado de riesgo que tiene un título valor que se negocia en el mercado de valores Esta opinión especializada e imparcial constituye un importante y necesario elemento de juicio para la toma de decisiones de inversión (et al, 2012).

Capitalización

“Es la acción de inyectar recursos en una empresa, o de convertir sus reservas en capital social” (Bolsa de Valores de Quito, 2010, p,9).

Casa de Valores

La casa de valores es una compañía anónima que se dedica a la intermediación de valores que se emiten por parte de empresas, es decir que su objetivo es realizar la negociación de los valores (Miranda y Valarezo, 2001).

Además, en Ecuador, es obligación usar una casa de valores para cualquier tipo de negociación de acuerdo a la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (2014).

Deuda

En referencia al Diccionario de Economía y Finanzas de la Bolsa de Valores de Guayaquil (2012, p.31), “la deuda es definida como una obligación que está enmarcada bajo un marco legal para el pago de dinero; en otras palabras, se puede decir que una parte debe a la otra parte de manera legal”.

Deuda financiera

“Es la suma de la deuda bancaria y de las emisiones de títulos, a largo plazo y a corto plazo, que tenga una empresa. Se refiere a todos los pasivos que generen un pago de intereses por parte de la empresa” (et al 2012, p.31)

Emisión

De acuerdo al Diccionario de Economía y Finanzas de la Bolsa de Valores de Guayaquil (2012, p. 36) la emisión en el mercado de valores “se refiere al conjunto de títulos valores con características idénticas y respaldados económicamente por un mismo emisor con el propósito de ser puesto en circulación y absorbidos por el mercado de valores”.

Financiamiento

Hace referencia a la venta de obligaciones o acciones por parte de una empresa para aumentar su capital. La financiación puede ser por capital propio de los accionistas o de las reservas o si proviene de personas

distintas a los propietarios, los cuales tienen sus recursos dentro de la empresa para tener rentabilidad del préstamo. (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2012)

Instituciones financieras

“Sociedades que intervienen o intermedian en los mercados financieros captando fondos del público para invertirlos en activos de ese carácter”(Bolsa de Valores de Quito, 2012, p. 32).

Mercado de valores

“Es el segmento del mercado financiero que canaliza el ahorro de mediano y largo plazo, en forma directa, hacia el financiamiento de actividades productivas; mediante la emisión y negociación de valores”(Bolsa de Valores de Quito, 2012, p. 40)

Mercado Primario

Es el mercado en el cual las acciones y obligaciones emitidas por una empresa para poder financiarse salen por primera vez (Lloyd y Pérez Rosales, 2010).

Mercado Secundario

Es el mercado en el cual se realizan la compra y venta de valores de transacciones posteriores y se lo realizan en las bolsas de valores. (et al, 2010)

Obligación

“Título equivalente a una deuda, emitido por las empresas que quieren procurarse fondos a medio y largo plazo. Se cotiza en el mercado obligatorio y su valor evoluciona con la tasa de interés; además, su rendimiento queda garantizado ya que tiene un interés fijo” (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2012, p. 54).

Papel Comercial

Según el Diccionario Bursátil de la Bolsa de Valores de Quito (2012, p. 47) un papel comercial *“es una obligación cuyo plazo es inferior a 360 días”*.

Registro Especial Bursátil

Segmento permanente del mercado bursátil en el cual se negociarán únicamente valores de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas y de las organizaciones de la economía popular y solidaria que por sus características específicas, necesidades de política económica y el nivel de desarrollo de estos valores y/o sus emisores ameriten la necesidad de negociarse en un mercado específico y especializado para esos valores, y siempre que se observe la regulación diferenciada establecida por la Junta de Regulación del Mercado de Valores y se cuente con la autorización de la Superintendencia de Compañías y Valores. (Asamblea Nacional, 2014)

Renta Fija

“Es el rendimiento de un valor, fundamentalmente obligaciones, cuya retribución está predeterminada en el momento de la emisión” (Bolsa de Valores de Quito, 2012, p. 54).

Tasa de interés activa o de colocación

Según la Corporación Financiera Nacional (2016), la tasa de interés activa o de colocación es el porcentaje que las instituciones financieras cobran por una operación financiera, principalmente los créditos. Esta puede ser comercial, hipotecario, de consumo, y/o microempresa.

Tasa de interés efectiva o real

Por otro lado, la tasa de interés efectiva es lo que se cobra sobre cierta cantidad de dinero más todos los gastos que se incurren por operaciones administrativas (Corporación Financiera Nacional, 2016).

Tasa de interés máxima

De acuerdo a la Resolución No. 133 de la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera (2015), esta tasa es igual a la tasa activa efectiva máxima del segmento comercial prioritario corporativo. Es decir, es el interés máximo que se puede cobrar para cada uno de los segmentos de la economía.

Tasa de interés nominal

Es el interés cobrado como porcentaje sobre sobre una cantidad de dinero ya antes pactada, sin tomar en cuenta gastos de otro tipo (Corporación Financiera Nacional, 2016).

Tasa de interés pasiva o de captación

La tasa de interés pasiva o de captación hace referencia al porcentaje que la banca, pública o privada, paga a sus clientes por una operación financiera, ya sea un depósito o una inversión. Puede ser aplicada a cuenta corriente, cuenta de ahorro, plazo fijo, y/o inversiones (Corporación Financiera Nacional, 2016).

Tasa de interés referencial

De acuerdo a la Resolución No. 133 de la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera (2015), define a la tasa de interés referencial como el promedio ponderado de las tasas de interés efectivas o reales, remitidas por las entidades del Sistema Financiero Nacional al Banco Central del Ecuador. Esto aplica tanto para la tasa de interés efectiva activa como para la tasa de interés efectiva pasiva.

Titularización

“Es un mecanismo de financiamiento que permite transformar activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en el Mercado de Valores, para obtener liquidez en condiciones competitivas del mercado” (Bolsa de Valores de Quito, 2012, p. 65).

Marco Metodológico

En la siguiente matriz metodológica mostrada en la Tabla 2, se va a determinar el método, enfoque, fuentes y herramientas a usar para cada objetivo planteado en la presente investigación, con el fin de poder analizar, sintetizar, identificar los diferentes contenidos que la misma va a demostrar.

Tabla 2

Matriz Metodológica

	Objetivos	Metodología	Enfoque	Fuente	Herramientas
General	Realizar un estudio comparativo entre el Mercado de Valores Ecuatoriano y Sistema Financiero Nacional en relación a métodos del financiamiento dirigido a las PYMES comerciales ubicadas en la ciudad de Guayaquil.	Analítico - Descriptivo - Exploratorio	Mixto	Primaria y Secundaria	Bibliográfico - Entrevista - Estadístico
	Determinar las bases conceptuales y teóricas de la investigación.	Descriptivo - Deductivo	Cualitativo	Secundaria	Bibliográfico
Específicos	Recabar información primaria y secundaria perteneciente a PYMES del sector comercial relacionada con el mercado bursátil.	Descriptivo	Mixto	Primaria y Secundaria	Entrevista - Estadístico
	Describir el funcionamiento del Mercado Bursátil y los productos financieros del Sistema Financiero Nacional en el Ecuador enfocadas PYMES del sector comercial.	Descriptivo	Cualitativo	Primaria y Secundaria	Entrevista - Estadístico
	Realizar un análisis comparativo entre el financiamiento de PYMES a través la emisión de obligaciones y el crédito bancario.	Sintético - Inductivo	Cuantitativo	Secundaria	Estadístico - Bibliográfico

El presente trabajo de investigación contará con una metodología analítica, exploratoria y descriptiva, los cuales se detallarán a continuación.

Método exploratorio

El tipo de investigación exploratorio tiene como meta indagar un tema que no tiene mucho estudio, no hay suficiente información respecto al tema, o no existe una investigación previa. Este tipo de investigación permite obtener nuevos conceptos y dan la apertura para nuevas investigaciones sobre el tema (Hernández, et al, 2010).

Método descriptivo

En la investigación descriptiva se “busca especificar propiedades, características y rasgos importantes de cualquier fenómeno que se analice. Describe tendencias de un grupo o población” (Hernández, et al, 2010).

Por otro lado, Bernal (2010), explica que la investigación descriptiva se soporta principalmente en técnicas como la encuesta, la entrevista, la observación y la revisión documental.

Método analítico

"Este proceso cognoscitivo consiste en descomponer un objeto de estudio, separando cada una de las partes del todo para estudiarlas en forma individual" (et al, 2010, p. 60).

Método deductivo

"Este método de razonamiento consiste en tomar conclusiones generales para obtener explicaciones particulares." (et al, 2010, p. 59)

Por lo tanto, se considera al método deductivo como un análisis de lo general a lo específico, es decir tomar como base hechos ya establecidos de manera general, a un hecho puntual.

Método inductivo

Este método utiliza el razonamiento para obtener conclusiones que parten de hechos particulares aceptados como válidos, para llegar a conclusiones cuya aplicación sea de carácter general. El método se inicia con un estudio individual de los hechos y se formulan

conclusiones universales que se postulan como leyes, principios o fundamentos de una teoría. (et al, 2010, p. 59)

Método sintético

Según (et al, 2010) este método “Integra los componentes dispersos de un objeto de estudio para estudiarlos en su totalidad.” Este método va a ser usado debido a que una vez que se recolecte la información necesaria relacionada al mercado de valores local y los sistemas de créditos comunes, se va a proceder a realizar un estudio comparativo entre ambos.

Se consideran pertinentes estos métodos de investigación debido a que se busca proponer una alternativa para que las PYMES comerciales accedan al financiamiento para poder realizar sus actividades sin la necesidad de emplear instituciones financieras. Para ello, se debe buscar, describir, identificar rasgos y características relacionadas al entorno bursátil y la compañía privada, con el fin de analizar y poder aperturar nuevas oportunidades e investigaciones futuras relacionadas al campo bursátil, específicamente en el sector de las pequeñas y medianas empresas.

El enfoque del proyecto de investigación será mixto, es decir, el mismo tendrá una metodología cuantitativa y cualitativa.

Enfoque cuantitativo

La presente investigación usará el método cuantitativo, el cual “se fundamenta en la medición de las características de los fenómenos sociales, lo cual supone derivar de un marco conceptual pertinente al problema analizado, y tiene como tendencia a generalizar y normalizar resultados.” (Bernal, 2010, p.60).

Enfoque cualitativo

En método cuantitativo la preocupación no es prioritariamente medir, sino cualificar y describir el fenómeno social a partir de rasgos determinantes, según sean percibidos por los elementos mismos que están dentro de la situación estudiada (et al, 2010).

La relación de los enfoques a usar y el actual proyecto de investigación es tomar como base la información estadística de las PYMES del sector comercial de la ciudad de Guayaquil y el Mercado Bursátil local para poder analizar, interpretar y generar una propuesta que beneficie a las mismas, de igual manera se va a tomar en cuenta cómo es el entorno social para así poder describir la problemática y fenómenos planteados en este trabajo.

Delimitación

Para el desarrollo de este proyecto se van a utilizar fuentes primarias y secundarias. Las fuentes primarias son la información proporcionada por testigos oculares de los hechos pasados y que no haya sido documentada anteriormente, a su vez las fuentes secundarias son la información que proporcionan las personas que no observaron directamente la situación, es decir, la información ya documentada (Rodríguez y Moguel, 2005).

Como fuente primaria, la investigación consistirá en información recopilada a través de entrevistas a expertos relacionados al Mercado Bursátil local y a las PYMES del sector comercial de la ciudad de Guayaquil. Como fuentes secundarias se utilizará información de los últimos 5 años proporcionada por fuentes oficiales como La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito, Casas de Valores de Guayaquil, Banco Central del Ecuador (BCE), entre otras.

Adicionalmente se tomará información relevante de libros digitales y físicos, reportes de instituciones públicas o privadas, investigaciones bibliográficas, entre otras.

Finalmente, se utilizarán datos acerca de las PYMES que participan en el Mercado Bursátil, así como las regulaciones, prohibiciones, procesos, entre otros. La ciudad de estudio será Guayaquil, lo cual involucra PYMES del sector comercial que formen parte de la Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito.

Marco Legal

Constitución de la República del Ecuador año 2008

La constitución vigente en nuestro país establece en el Capítulo Sexto, Sección Sexta, Art. 339: “El Estado promoverá las inversiones nacionales y extranjeras, y establecerá regulaciones específicas de acuerdo a sus tipos, otorgando prioridad a la inversión nacional. Las inversiones se orientarán con criterios de diversificación productiva, innovación tecnológica, y generación de equilibrios regionales y sectoriales” (Asamblea Nacional, 2008, p. 69)

Dicho enunciado guarda pertinencia a nuestro trabajo de investigación debido las instituciones gubernamentales encargadas de establecer las normas, leyes y regulaciones en lo que al mercado de valores ecuatoriano se refiere, tendrán como objetivo incentivar la emisión de obligaciones por parte de las PYMES comerciales de Guayaquil, con el fin de fomentar el flujo de inversiones tanto nacionales como extranjeras dentro del territorio nacional, incrementando la circulación de capital y así obtener un mayor crecimiento económico.

Código Orgánico Monetario y Financiero

El Art. 1 del Código Orgánico Monetario y Financiero detalla que el presente cuerpo legal tiene como objeto “regular los sistemas monetario y financiero, así como los regímenes de valores y seguros del Ecuador” (Asamblea Nacional, 2014, p. 4). Por lo que dicho código establece las disposiciones generales relacionadas al mercado de valores ecuatoriano. Además, mediante el Art. 78 se detalla lo siguiente:

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, entre otras atribuciones en materia societaria, ejercerá la vigilancia, auditoría, intervención, control y supervisión del mercado de valores, del régimen de seguros y de las personas jurídicas de derecho privado no financieras, para lo cual se regirá por las disposiciones de la Ley de Compañías, Ley de Mercado de Valores, Ley General de Seguros,

este Código y las regulaciones que emita la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Es importante considerar el presente código como base general de nuestro trabajo de investigación debido a que establece mediante su Libro II todas las bases regulatorias relacionadas al entorno bursátil, estableciendo a la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera como ente que puede modificar, crear o eliminar cualquier imposición relacionada al mercado de valores, estableciendo a la Superintendencia de Compañías como ente netamente controlador de cualquier tipo de norma.

Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil

La presente ley, aprobada en el 2014 por la Asamblea Nacional del Ecuador, menciona un principio fundamental del mercado de valores y lo expresa para mostrar el objeto de la ley, el cual es “promover el financiamiento e inversión en el régimen de desarrollo nacional y un mercado democrático, productivo, eficiente y solidario”.

Se toma como referencia este artículo ya que muestra el incentivo inicial por parte del Estado para promulgar un mercado financiero más dinámico en el país. Se lo asemeja con el presente trabajo de investigación ya que la ley muestra los cambios que se realizan a la anterior Ley de Mercado de Valores, de esta manera rige las actividades financieras del mercado bursátil para la presente fecha.

Ley de Mercado de Valores

La ley de mercado de valores con origen en 1993 ha sufrido cambios en diferentes periodos, el cual en el 2014 tuvo su último cambio a través de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil.

Se toma como referencia el artículo 1 que detalla el objeto del presente cuerpo legal, el cual es “promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de

valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna” (Asamblea Nacional, 2014, p.1).

La presente ley establece los límites en el que se desarrollan las actividades bursátiles en el mercado financiero, por ese motivo se puede decir que es el cuerpo legal que controla el movimiento bursátil, el cual se basa en los principios establecidos en la ley como tal para el correcto funcionamiento del mismo.

Capítulo II: Información Primaria y Secundaria relacionada a PYMES Comerciales en Guayaquil

Participación de las empresas de carácter comercial en el Mercado Bursátil local

El mercado bursátil no se ha desarrollado plenamente en nuestro país considerando que empresas demandantes de capital, no han optado por la captación de recursos a través de la intermediación de títulos renta variable y fija. Según la Bolsa de Valores de Quito (2017), existen 375 emisores registrados en el mercado bursátil ecuatoriano, los cuales 133 pertenecen al sector PYMES, 116 son del sector grandes empresas, 34 emisores pertenecen al sector financiero y 92 son titularizaciones y fideicomisos. De los números previamente expuestos, las pequeñas y medianas empresas concentran un 35.47 % de participación en cuanto a número de emisores registrados en el mercado de valores se refiere.

Tabla 3

Número de emisores registrados en el mercado bursátil divididos en sector económico.

Sector	Número Emisores
Agrícola, ganadero, pesquero y maderero	30
Comercial	85
Energía y Minas	1
Financiero	26
Industrial	85
Inmobiliario	4
Mutualistas y Cooperativas	8
Servicios	38
Construcción	6
TOTAL	283

Nota: Adaptado de “Informe bursátil mensual sobre las negociaciones a nivel nacional” por La Bolsa de Valores de Quito. 2017.

La tabla previamente mostrada, detalla cómo se encuentra dividido el mercado de valores por el sector económico al cual pertenece cada emisor sin tomar en cuenta los fideicomisos y titularizaciones.

La información presentada muestra que las empresas de carácter comercial e industrial ocupan el mayor porcentaje, con un 30.04 %. Esto es necesario detallar, porque las empresas de carácter comercial, específicamente las de carácter PYMES, van a ser objeto para la presente investigación.

Evolución de montos autorizados en el Mercado Bursátil Ecuatoriano

Tabla 4

Montos negociados autorizados mediante Oferta Pública durante los periodos 2011 - 2016 (Millones USD)

Autorizadas	2012	2013	2014	2015	2016
Obligaciones	681.74	436.85	363.15	437.4	227.8
Papel Comercial	950.8	337.7	278.5	250.4	350.5
Acciones	2,595	57.638	15.715	37.944	11.57
OPAS	0	0	514.54	0	0
Certificados de Aportación	0	15	10	0	0
Titularizaciones	374.05	389.3	372.4	63.4	44
Notas Promisoras	3.964	0	0	0	0
Total	2,013.149	1,236.488	1,554.305	789.144	633.87

Nota: Adaptado de “Resumen Ejecutivo Estadístico de Mercado de Valores” por Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017

La información presentada en la tabla previa detalla la evolución de los montos negociados mediante la oferta pública en el mercado de valores ecuatoriano durante los periodos 2012 – 2016. Se puede ver con claridad que, en el año 2015, los montos negociados bajan en un 49.2 % en comparación al año anterior, y para el año 2016 también existió una caída de un 19.7 % en comparación al año 2015. Esto ocurrió, debido a que el país tuvo una desaceleración económica y problemas externos, entre ellos la caída del precio del petróleo. Por ende, los inversionistas dejaron de poner su dinero en el mercado bursátil local.

Es importante recalcar que los instrumentos de renta fija, tales como obligaciones, papel comercial y titularizaciones, representan una gran proporción en relación al total de montos negociados en cada año. Esto lo detalla la Figura 1, en la cual se puede observar que para el año 2012 la participación fue de un 99.67 %, en el 2013 fue de 94.12 %, en el año 2014 fue de 65.24 %, la cual fue la más baja durante el periodo de tiempo analizado, esto se debe a que durante dicho periodo se negociaron ofertas públicas de adquisición. Para el año 2015 la participación fue del 95.19 % y finalmente para el 2016 fue de 98.18 %. En consideración a estos datos, se puede concluir que tanto los emisores e inversionistas buscan emitir y adquirir títulos de renta fija, ya que las empresas decidieron pagar rentas fijas anuales o semestrales, y un valor nominal de acuerdo a la fecha de expiración del documento negociado.

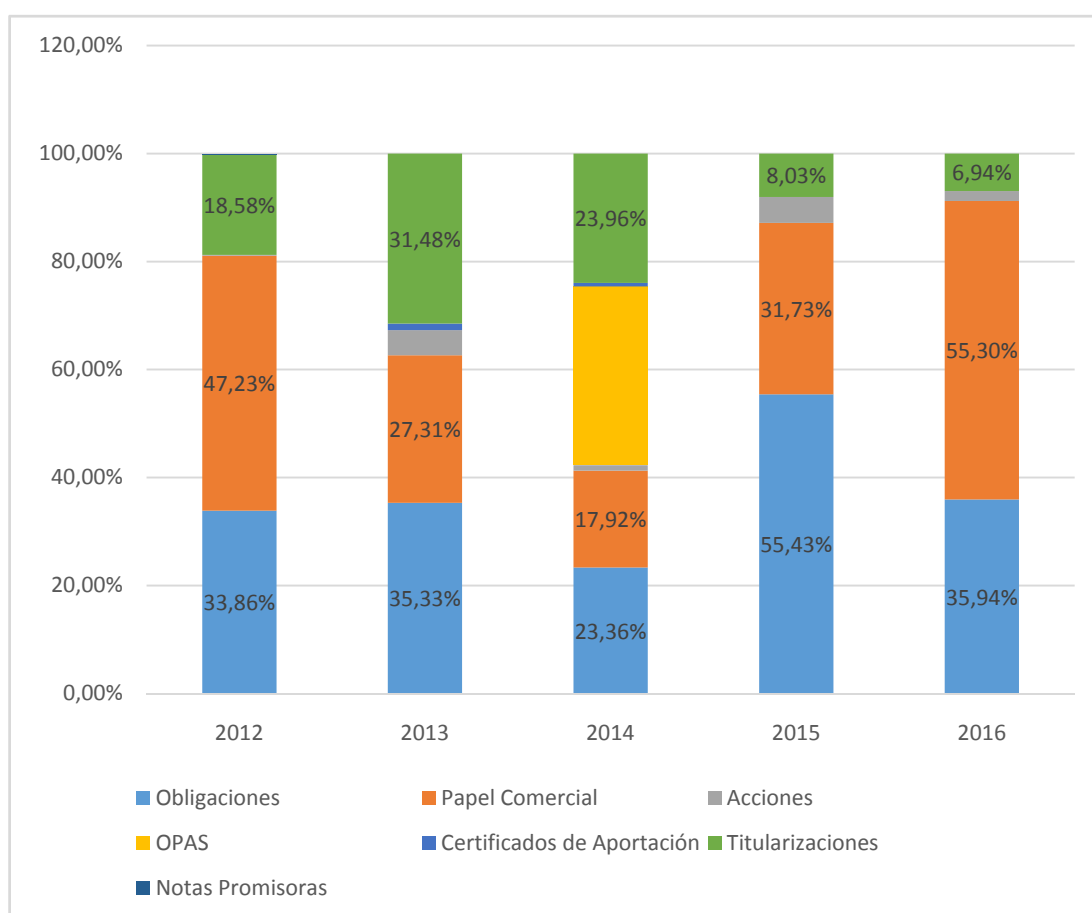


Figura 1. Participación porcentual de los títulos emitidos durante los periodos 2011 – 2016

Volumen de montos negociados por parte de las empresas de carácter comercial dentro del Mercado Bursátil

Las empresas comerciales que registraron transacciones a través del mercado bursátil local representan un gran porcentaje de participación relacionada a la cantidad de emisores. Además, estas contribuyen a la emisión de títulos en gran volumen, especialmente en títulos de renta fija, los cuales se muestran en la siguiente tabla.

Tabla5

Montos negociados mediante instrumentos de renta fija por parte de empresas comerciales con periodo 2012 – 2016 (Miles USD)

Año	2012	2013	2014	2015	2016
Papel Comercial	8,000	75,200	66,000	83,000	217,000
Obligaciones	140,700	171,200	143,500	161,700	116,000
Titularizaciones	66,500	29,000	34,800	29,000	3,000
Total	217,212	275,400	244,300	273,700	336,000

Nota: Adaptado de “Resumen Ejecutivo Estadístico de Mercado de Valores” por Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2016. “Resumen Ejecutivo Estadístico de Mercado de Valores” por Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2015. “Resumen Ejecutivo Estadístico de Mercado de Valores” por Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2014. “Anuario Estadístico Mercado de Valores por Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.2012.

Para el periodo de análisis, se consideran los principales activos financieros a renta fija, los cuales son los papeles comerciales, las obligaciones y las titularizaciones. Con respecto al 2012, fue un año en el que se realizaron pocas negociaciones de títulos debido a que el principal inversionista, el BIESS, disminuyó sus inversiones por la falta de dinamismo en el país, además de la poca liquidez del país en ese año, dando como resultado un total de \$ 217,21 millones de dólares. Para el 2013, hubo un leve incremento a \$ 275,40 millones de dólares, sin embargo, para el 2014 hubo una disminución a \$ 244,30 millones de dólares, debido a la caída del precio del petróleo. En el 2016, fue el año de mayor volumen de negociaciones, con un total de \$336 millones de dólares, esto se debe a la gran cantidad de liquidez que tuvo el país por las políticas implementadas por el gobierno, para evitar la salida del dólar.

Participación de las Empresas PYMES comerciales en el Mercado Bursátil durante el período 2012 – 2016

Este tipo de empresas conforman un rol muy importante para todas las PYMES participantes en el mercado bursátil local, debido a que, de las 133 PYMES inscritas actualmente, la Bolsa de Valores de Quito (2017) reporta que 47 son de carácter netamente comercial, lo cual representa un 35.33 % de participación total. A su vez, la Tabla 6 muestra la participación de las mismas en relación a montos emitidos en papel comercial y obligaciones de manera anual.

Tabla 6

Montos emitidos por PYMES sector comercial durante el periodo 2012 – 2016 (Miles USD)

Año	2012	2013	2014	2015	2016
Papel Comercial	1,000	47,500	8,000	0	6,000
Obligaciones	51,400	1,700	64,500	16,700	19,000
Total	52,400	49,200	72,500	16,700	25,000

Nota: Adaptado de “Emisiones de Obligaciones” por Bolsa de Valores de Quito. 2017

Respecto a la información presentada en la tabla previa, se puede constatar que para el año 2012 las empresas PYMES comerciales participaron en la emisión del 24.12 % del total de montos emitidos por parte de todas las empresas del sector comercial en lo que a renta fija se refiere. Es importante mencionar que, debido a la caracterización de las PYMES, las mismas no pueden emitir grandes montos en emisiones bursátiles, por lo que, si optaran por aumentar la cantidad de empleados o usar ese financiamiento para provocar un aumento en sus ventas, ya no formarían parte del segmento PYMES, sino serían catalogadas como empresas de carácter grande. Continuando con el análisis, para el año 2013 la participación fue de 17.86 % lo cual muestra una disminución en el porcentaje a comparación del año anterior, en el año 2014 la participación fue del 29,67 % el cual representa el monto de participación más elevado en

relación al periodo de tiempo analizado, en el año 2015 la participación se redujo a un 6.10%, y para el año 2017 la participación subió al 7.44 %.

Emisiones de renta fija relacionada al segmento PYMES comercial localizadas en Guayaquil

La siguiente tabla detalla el total por año de emisiones negociadas por concepto de renta fija, específicamente papel comercial y obligaciones por parte empresas comerciales PYMES ubicadas en la ciudad de Guayaquil durante los periodos 2012 - 2016.

Tabla 7

Total de emisiones de papel comercial y obligaciones periodo 2012 - 2016 (miles de dólares)

Año	2012	2013	2014	2015	2016
Papel Comercial	0	1,700	2,000	0	0
Obligaciones	21,900	25,000	24,500	9,000	0
Total	21,900	26,700	26,500	9,000	0

Nota: Adaptado de "Emisiones de Obligaciones". Bolsa de Valores de Quito 2017

El total de montos negociados para este tipo de emisiones fue de \$ 84.1 millones de dólares. Se puede detallar que para el periodo 2012 - 2014 hubo una participación regular por parte de estas empresas, pero para el año 2015 hubo una caída al 66% en relación a emisión de obligaciones, inclusive para el año 2016 que no hubo participación alguna. Esto se puede relacionar a los problemas económicos que sufrió el país, debido a la implementación de salvaguardias, inclusive el terremoto del cuatro de abril del año 2016, donde nuestro país sufrió severos daños económicos. Todos estos factores influyen tanto a los inversionistas y compañías para participar en el mercado de valores.

Para poder conocer toda la información detallada acerca de una emisión previa a su autorización, las empresas presentan el Prospecto de Oferta Pública, el cual es un documento en el cual se detalla toda la información de la empresa, y es utilizado como uno de los factores para la aprobación de una emisión de títulos, siempre y cuando la información

presentada sea real. El ente regulador que aprueba este documento es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

La información que se detalla en el prospecto de oferta pública contiene una portada que detalla todos los puntos del documento, la información general del emisor, la descripción del negocio, todas las características detalladas de la emisión, la información económico-financiera del emisor, la declaración juramentada de haber presentado información real y transparente, y la declaración juramentada de tener el 80 % de activos libres de gravamen (Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 2017).

En el Anexo 1 se detalla todos los puntos que se deben presentar en un prospecto de oferta pública para la emisión de obligaciones.

Descripción de emisiones de obligaciones por parte de PYMES comerciales de Guayaquil

En la ciudad de Guayaquil existen 23 compañías que realizan actividades comerciales y a su vez participan en el mercado de valores, lo cual representa un 47.9 % de participación referente a PYMES comerciales a nivel nacional. La presente investigación tomará como referencia el prospecto de tres compañías que emitieron títulos de renta fija, dichas emisiones van a ser descritas a continuación tomando en cuenta factores como el monto de emisión, interés de la emisión, calificación de riesgo, garantías, objetivo de emisión, entre otros, los cuales son detallados en un prospecto de oferta pública.

RYC S.A

Esta empresa fue fundada en el año de 1993 en la ciudad de Guayaquil, su negocio se basa en la importación, venta y reparación de equipos de construcción de marcas reconocidas como Caterpillar, Detroit, Diesel, entre otros. Es importante detallar que la empresa cuenta con los requerimientos para ser una PYME, ya que contaba con un ingreso bruto de \$ 1.17 millones dólares y con 49 empleados para la fecha de emisión de las obligaciones.

En el año 2013 la empresa decidió emitir obligaciones por un monto total de hasta \$ 1 millón de dólares, con un valor nominal de \$ 20,000.00, los plazos de dichas obligaciones fueron de 1,800 y 2,160 días, con una tasa de interés pagada cada 90 días con valor del 8 % de interés fijo, la casa de valores Advfin S.A fue la encargada de colocar dichas obligaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil.

El objeto principal de la emisión de dichas obligaciones fue captar recursos que sirvió en un treinta por ciento para cancelar pasivos de un costo mayor o plazo menor y el setenta por ciento restantes, para financiar parte del capital de trabajo de la empresa, ya que, por el tipo de negocio, esta empresa necesita un monto elevado de capital.

Dichas obligaciones presentaron una garantía general, la cual de acuerdo al Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores, la compañía puso como garantía general, todos sus activos no gravados, lo cual se tiene como obligación no realizar emisiones que superen el 80% de sus activos libres de gravamen.

La empresa Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana, estableció una calificación A+ para dichas obligaciones, esto quiere decir que los valores emitidos por los emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago de capital e interés, en los términos y plazos pactados, pero que es susceptible a deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen en la economía. El signo (+) indica la posibilidad de que la categoría asignada podría subir hacia su inmediata superior. (Bolsa de Valores de Quito, 2013)

La presente tabla muestra los gastos incurridos para la emisión de las obligaciones por parte de la empresa RYC S.A. En el mismo puede considerar que el porcentaje cobrado por casa de valores es el más alto, con un 2 % del total de la emisión, le sigue la empresa calificadora de riesgo con un 1.7 %, se puede analizar que sumando el porcentaje de estos dos valores, los mismos representan más de la mitad del total de costos incurridos por la empresa para poner sus obligaciones en el mercado, de igual manera es importante detallar que estos costos no son fijos y depende

de la negociación con los diferentes agentes participantes en cada proceso de emisión de títulos.

Tabla 8

Gastos incurridos por emisión de obligaciones - RYC S.A (dólares americanos)

Descripción	Porcentaje (%)	Monto
Casa de Valores	2.00%	20,000.00
Estructuración Legal y Financiera	0.10%	1,000.00
Inscripción Bolsa de Valores de Guayaquil	0.09%	900.00
DECEVALE	0.06%	600.00
Representante Obligacionista	0.96%	9,600.00
Calificadora de Riesgo	1.70%	17,000.00
Inscripción Supercías	0.05%	500.00
Publicación en el diario	0.05%	500.00
Gastos Notariales	0.30%	3,000.00
Estructuración del Fideicomiso	0.10%	1,000.00
Administración del Fideicomiso	0.96%	9,600.00
Liquidación del Fideicomiso	0.15%	1,500.00
Total	6.52%	65,200.00

Nota: Adaptado de "Prospecto de Oferta Pública Segunda Emisión de Obligaciones RYC S.A" por Bolsa de Valores de Quito. 2013

Centuriosa S.A.

La presente compañía fue constituida el 24 de julio de 1996 en la ciudad de Guayaquil, el cual su línea de negocio es la industrialización o fabricación, importación, exportación, compraventa, distribución, y comercialización de artefactos domésticos y electrodomésticos, sus repuestos y accesorios.

Esta empresa cumple con las características para ser considerada una PYME en el país, según el Reglamento del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, y hasta el 2014, la empresa tenía registrado 60 empleados.

La emisión realizada en el 2014 por la empresa es de \$ 1.7 millones de dólares, los recursos captados tuvieron como destino el 53 % para capital de trabajo y el 47 % para sustitución de pasivos. Los plazos establecidos para la emisión fueron 1,440 días para la Clase B y 1,800 días para la Clase C, el cual a su vez ofrecía una tasa de interés de 8 % con una amortización trimestral. Centuriosa usó una garantía general, según lo establecido en la actual Ley de Mercado de Valores, el cual indica que la emisión debe ser inferior al 80 % de los activos sin gravamen. La casa de valores que colocó esta emisión en la Bolsa de Valores fue Advfin S.A.

Además, la calificación de riesgo para la empresa fue AA-, establecida por Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana, es decir que la empresa se encontraba en capacidad de realizar los pagos de interés y capital, tal como se haya acordado tanto en plazos como los términos. Se considera que el signo negativo (-) hace referencia a que la empresa puede descender a una categoría inmediata inferior (Bolsa de Valores de Quito, 2014).

Tabla 9

Costos incurridos por emisión de obligaciones - Centuriosa S.A. (dólares americanos)

Descripción	Porcentaje (%)	Monto
Estructuración Financiera	1.00%	\$17,000.00
Estructuración Legal	0.10%	\$ 1,700.00
Agente Colocador	2.00%	\$34,000.00
Calificación de Riesgo	0.88%	\$15,000.00
Representante Obligacionistas	0.47%	\$ 8,000.00
Comisión Bolsa de Valores	0.09%	\$ 1,530.00
Servicio Desmaterialización	0.05%	\$ 850.00
Gestión de Pago	0.01%	\$ 170.00
Inscripción Registro de Mercado de Valores	0.05%	\$ 850.00
Inscripción y Mantenimiento en la Bolsa de Valores	0.10%	\$ 3,310.00
Total	4.75%	\$82,410.00

Nota: Adaptado de "Prospecto de Oferta Pública II Emisión de Obligaciones Centuriosa S.A" por Bolsa de Valores de Quito. 2014

Motores y Tractores Motrac S.A.

La empresa Motrac S.A. tiene como línea de negocio la distribución exclusiva de la marca John Deere Agrícola a nivel nacional a partir del 2012, además de otras marcas reconocidas a nivel mundial. Fue constituida en el 2008 en la ciudad de Guayaquil, al principio cubría solo la zona litoral del país, luego a nivel nacional. Actualmente esta empresa, sí es considerada una PYME debido a que sus ventas brutas no superan los cinco millones de dólares y tiene menos de 100 empleados.

Motrac S.A. realizó la emisión de obligaciones en el 2015 con el objeto de dirigir el 50 % al capital de trabajo y 50 % a sustitución de pasivos. El monto de la emisión realizada por la empresa en este año fue de \$ 3 millones de dólares, el cual los plazos de la emisión estaban divididos en Clase A con 1,440 días, y Clase B con 1,800 días; la tasa de interés considerada para esta emisión fue de 8 % fija anual, y se consideró una amortización de capital trimestral.

En referencia a las garantías de esta emisión, la empresa Motrac S.A. usó garantías generales como se detalla en la Ley de Mercado de Valores, además usó garantías específicas a través de un contrato de Prenda Comercial Ordinaria de Inventario. La casa de valores encargada para la negociación de la emisión fue Casa de Valores Advfin S.A., y la entidad encargada para la calificación de riesgo fue Sociedad Calificadora de Riesgos Latinoamericana S.A., el cual dio una calificación de AAA- que significa que existe la posibilidad que la calificación baje a su inmediata inferior (Bolsa de Valores de Quito, 2015).

La siguiente tabla se detalla los costos que la empresa tuvo que cancelar para poder realizar su emisión de obligaciones en el mercado de valores, estos costos se basan en el monto total deseado a emitir por parte de la empresa, el cual es de \$ 3 millones de dólares.

Tabla 10

Costos incurridos por emisión de obligaciones - Motrac S.A. (dólares americanos)

Descripción	Porcentaje (%)	Monto
Estructuración Estructurador y Legal	1.00%	\$ 30,000.00
Agente Colocador	1.00%	\$ 30,000.00
Calificación de Riesgo	0.63%	\$ 18,750.00
Representante Obligacionistas	0.37%	\$ 11,000.00
Comisión Bolsa de Valores	0.09%	\$ 2,700.00
Servicio Desmaterialización	0.05%	\$ 1,500.00
Gestión de Pago	0.01%	\$ 300.00
Inscripción Catastro Mercado de Valores	0.05%	\$ 1,500.00
Inscripción y Mantenimiento en la Bolsa de Valores	0.07%	\$ 2,133.00
Total	3.27%	\$97,883.00

Nota: Adaptado de "Prospecto de Oferta Pública I Emisión de Obligaciones Motrac S.A." por Bolsa de Valores de Quito. 2015

De acuerdo con la entrevista realizada al señor Humberto Heras, gerente de impuestos de la compañía Motrac S.A, cuyas preguntas se encuentran en el Anexo 2, detalló que la compañía decidió buscar financiamiento mediante la emisión de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano, consideraron que es la opción más viable en comparación a un crédito ofrecido por una entidad bancaria. Según lo que nos manifestó, las obligaciones ofrecen una tasa de interés menor en comparación a un crédito bancario y el plazo para pagar dichas obligaciones es mayor considerando que los bancos privados otorgan créditos a corto plazo y diferentes requisitos en materia de garantías hipotecarias y prendarias.

Analizando lo antes expuesto, el principal motivo por el cual la empresa no optó por la opción de crédito bancario fue debido a la garantía hipotecaria requerida, es por consiguiente que la empresa debía de poner en consideración sus terrenos, edificios y demás activos como garantías

hipotecarias para el banco. Adicionalmente, el banco privado requería una garantía prendaria, la cual se sustentaba en inventarios de productos disponibles para la venta, siendo estas maquinarias, generadores, tractores, camiones, entre otros. Los puntos antes mencionados fueron considerados un problema para la compañía debido que la empresa tenía que liberar estos activos prendados para realizar el proceso de venta hacia sus clientes, cabe recalcar que dicha autorización debía ser efectuada y aprobada por el banco. Este proceso ocasionaba inconvenientes con los clientes, dado que, cuando se comercializaban los productos industriales por Motrac, los clientes requerían el producto de forma inmediata. Otro factor por considerar fue la tasa de interés, la cual estaba entre aproximadamente 10 % y 12 % lo cual contrasta con la tasa de interés de una emisión de obligaciones la cual es marginalmente menor. Como último factor se analizó el plazo para el pago del interés y capital, la entidad bancaria daba un plazo máximo de 3 años, el cual fue considerado muy corto para la compañía a diferencia de la emisión de obligaciones que tuvo un plazo de cuatro y cinco años con un pago trimestral de capital e interés.

Considerando los factores previamente mencionados se pudo concluir que entre las ventajas de emitir obligaciones, constan las garantías que respaldan dicha obligación las cuales son los activos libres de gravamen de la compañía y no una garantía hipotecaria o prendaria; otra ventaja a considerar es el plazo, el cual puede ser entre cuatro o cinco años y por último se considera el porcentaje de interés el cual es menor y su pago, ya que para la emisión de obligaciones en el año 2015, el mismo se lo cancela de manera trimestral y no mensual como lo requiere normalmente una entidad bancaria.

Cabe recalcar que, para generar una emisión en el mercado de valores, la empresa debe buscar y negociar los costos que se deben incurrir, es decir el costo del estructurador financiero y legal, el representante obligacionista el cual lo desempeña un estudio jurídico experto en el área financiera, el descuento que ofrece la bolsa de valores, la tasa de interés, el plazo, el cobro de la empresa calificadora de riesgo, entre otros. La emisión estuvo destinada al 50 % al capital de trabajo y 50 % a sustitución de deuda,

hay que considerar que no se puede realizar otra emisión de obligaciones para pagar la misma emisión, tampoco se puede tener como objeto para préstamos a compañías relacionadas.

Dichos costos son considerados un desafío para la empresa, sin embargo, ese costo se divide en el periodo de la emisión, ya sea cuatro o cinco años. Tal como se analiza en el prospecto, se detallan todos los valores que la empresa incurre para la emisión, se recalcó que la empresa analiza otros factores como el plazo de pago con el fin de no ahogarse con el capital de trabajo, porque se sabe que al tener un plazo mayor que el de un crédito bancario, la empresa no se puede verse apretada financieramente debido al pago de dividendos.

Normalmente los prospectos no requieren un pago anticipado de la emisión. Se requiere presentar documentos en los cuales detalles información de más de cinco años de la empresa, informes de auditoría, ya que, con esta información, la empresa demuestra transparencia ya que, por cultura, el empresario ecuatoriano no tiene gusto por presentar información. Para esto, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros como ente controlador se acerca a la empresa para pedir explicación de la información que es presentada para la emisión, es decir solicita información más detallada y confidencial de la empresa. La información debe ser presentada cada seis meses a este organismo, o cada vez que este lo solicite. Cuando una empresa no cumple con el pago de dividendos, así sea un atraso de un día, se realiza un reporte llamado Informe de Novedades, realizado por la Bolsa de Valores de Guayaquil todos los días hacía la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros la cual tomará medidas al respecto.

La emisión de obligaciones de Motrac tuvo éxito debido a su calificación de riesgo AAA- porque en el momento que las colocaron en el mercado de valores, fue adquirida por bancos, asociaciones de profesores, inversores, personas naturales y jurídicas. Dichas obligaciones son materializadas y desmaterializadas. A su vez, el pago del capital e interés hacia los inversionistas se ha desarrollado sin ninguna novedad.

Motrac tiene pensado realizar nuevas emisiones ya que el mercado se está reactivando nuevamente, y tiene pensado destinar dichos fondos a capital de trabajo, debido al tipo de negocio, el cual requiere sumas grandes de dinero para la adquisición de sus maquinarias.

Como reflexión final de la entrevista, el sr. Humberto Heras que la principal razón por la que las empresas no deciden participar en el mercado de valores es debido a la negación de compartir la información financiera de la empresa debido a la informalidad que manejan en sus estados financieros.

En la presente tabla, se muestra un resumen estructurado, donde se presentan las diferentes características relacionadas a la emisión de obligaciones por parte de las PYMES de objeto de estudio, se detalla información limitada debido a la cantidad de las mismas.

Tabla 11

Resumen de emisiones bursátiles por concepto de Obligaciones de PYMES comerciales en la ciudad de Guayaquil (miles USD)

Emisor	Año	Monto	Plazo	Garantía	Calificación	Objeto de la emisión	Tasa fija
DELICORP S.A.	2012	5000	1800 - D	General	A	100% para cancelar pasivos de un costo mayor o plazo menor (pago de obligaciones bancarias y/o deudas con proveedores)	8.00 %
GRIFINE S.A.	2012	3000	1440 - D	General	AA	Para capital de trabajo se destinará el 67% de la emisión y para sustitución de pasivos el 33% de la emisión	7.75 %
			1800 - D				8.00 %
ESLIVE S.A.	2012	1000	1800 - D	General y específica	AA	Los recursos captados serán destinados en un 100 % para financiar parte del capital de trabajo de la empresa.	8.00 %
ECUAGRAN S.A.	2012	2000	1440 - D 1800 - D	General	AA	Los recursos captados servirán en un cien por ciento (100%) para financiar parte del capital de trabajo de la empresa	8.00 %
COFINA S.A.	2012	1400	1800-D	General	AA	Los recursos obtenidos de la presente emisión servirán para reestructuración o sustitución de pasivos	7.50 %
RYC S.A.	2013	1000	1800-D 2160-D	General	A+	(30%) para cancelar pasivos de un costo mayor o plazo menor. 70% restante, para financiar parte de capital de trabajo de la empresa	8.00 %

AGENCIA NAVIERA AGNAMAR S.A.	2013	5000	1800-D	General	AA+	Para capital de trabajo se destinará el 100% de la emisión	8 %
ADILISA S.A.	2013	2000	1800-D 2160-D	General	AA	40% para cancelar pasivos de un costo mayor o plazo menor. 60% restante, para financiar parte del capital de trabajo de la empresa	8.00 %
DITECA S.A.	2013	10000	1800-D	General	AA+	Para Capital de Trabajo se destinará el 30% de la emisión y para sustitución de pasivos el 70% de la emisión	8 %
ESLIVE S.A.	2014	2500	1800-D	General y específica	AA	El destino de los recursos a captar es el 100% para Capital de Trabajo	8.00 %
CENTURIOSA S.A.	2014	1700	1440-D 1800-D	General	AA-	El destino de los recursos a captar es el 53% para capital de trabajo y el 47% para sustitución de pasivos	8.00 %
INPROEL S.A.	2014	5000	1440-D 1800-D	General	AA	El destino de los recursos a captar es para capital de trabajo	8.00 % 8.50 %
DIGECA S.A.	2014	1000	1440-D	General	AA	Los recursos serán destinados 100% para Capital de Trabajo.	8.00 %
QUIMIPAC S.A.	2014	2500	1.440-D 1.800-D	General	AA	Capital de trabajo 40% y para sustitución de pasivos 60%	8.00 %
PANAKRUZ	2014	1500	1440-D	General	AA	100% capital de trabajo	8 %
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A	2015	3000	1440-D 1800-D	General y específica	AAA-	50% Capital de Trabajo y 50% sustitución de pasivos	8.00 %
VEPAMIL	2015	6000	1440-D	General	AA+	100% para sustitución de pasivos no corrientes con terceros distintos a Instituciones Financieras y Mercados de Valores	8.50 %

Nota: Adaptado de "Emisiones de Obligaciones" por Bolsa de Valores de Quito. 2017

La tabla a continuación detalla las características de emisiones por concepto de papel comercial por parte de las PYMES comerciales de la ciudad de Guayaquil, se mostrará todas las compañías que realizaron este tipo de emisiones, se puede analizar que no muchas empresas decidieron esta opción la cual requiere tener flujos de efectivo muy altos debido a que los papeles comerciales no son mayores a 360 días. Esto también lo determina el agente estructurador de la compañía, el cual, al analizar el

estado actual de la compañía, decide cual es la mejor opción por parte de la compañía para emitir cierta clase de título.

Tabla 12

Resumen de Emisiones bursátiles por concepto de papel comercial de PYMES comerciales de Guayaquil (miles USD)

Emisor	Monto	Plazo	Garantía	Calificación	Objeto de la emisión	Amortización de capital	Cálculo de interés
ECUAGRAN	1700	359	General	AA	Capital de Trabajo	Al vencimiento	Sin cupón
L. HENRIQUE S & CIA. S.A.	2000	359	General	AA+	60% a Capital de Trabajo y el 40% a sustitución de pasivos.	Al vencimiento	Sin cupón

Nota: Adaptado de "Emisiones de Obligaciones" por Bolsa de Valores de Quito. 2017

Capítulo III: Mercado de Valores Ecuatoriano y productos financieros ofrecidos a PYMES comerciales de Guayaquil

Descripción general del Mercado de Valores Ecuatoriano

De acuerdo con la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil aprobada por la Asamblea Nacional (2014, p. 4) detalla que el mercado de valores ecuatoriano “es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, en las bolsas de valores y en el Registro Especial Bursátil (REB), realizadas por los intermediarios de valores autorizados”

A su vez, la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera funciona como ente regulador del mercado de valores, es decir, crea, procesa, modifica y deroga todo tipo de actividad al mercado bursátil y le transfiere a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros la autoridad de “ejercer las funciones de vigilancia, auditoría, intervención y control del mercado de valores con el propósito de que las actividades de este mercado se sujeten al ordenamiento jurídico y atiendan al interés general” (et al, 2014, p. 5).

Funcionamiento del Mercado Bursátil Ecuatoriano para la emisión de Obligaciones.

La emisión de obligaciones será tomada como objeto de estudio para la presente investigación, debido a la similitud con la línea de crédito de una entidad privada en relación a plazo, monto e interés. Para ello es necesario mencionar las características principales de una obligación en relación al mercado de valores local.

Obligaciones son valores de contenido crediticio representativos de deuda a cargo del emisor que podrán ser emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador, y por quienes establezca la Junta de Regulación del Mercado de Valores, con los requisitos que

también sean establecidos por la misma en cada caso (Asamblea Nacional, 2014, p. 20).

Para la emisión de una obligación, es necesario realizar un contrato como escritura pública el cual se detalla en el Anexo 3, dicho contrato es concedido por el emisor y el representante obligacionista; además, se considera una obligación de largo plazo cuando el plazo pactado sea mayor a 360 días, contando desde su emisión hasta su vencimiento, para un plazo menor de esto, se considera obligación a corto plazo, es decir un papel comercial (et al, 2014).

De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores vigente, toda emisión de títulos necesita una calificación de riesgo, la cual es emitida por una calificadora de riesgo inscrita en el Registro del Mercado de Valores (et al, 2014). Con respecto a las garantías que requiere un emisor, se encuentra las garantías generales y específicas. La garantía general se considera a los activos libres de gravamen del emisor; mientras la garantía específica hace referencia a las de carácter personal o real para pago de intereses y/o capital (et al, 2014).

Otro factor importante para la emisión de obligaciones es que el emisor debe tener un representante obligacionista, el cual es una persona jurídica que es experta en el tema, a su vez, ésta debe velar por los intereses y derechos del deudor(es), es decir el emisor. Además, el representante obligacionista no puede tener relación alguna con las partes pertenecientes al proceso de emisión. Asimismo, el representante obligacionista puede requerir información necesaria del emisor para cumplir con el objetivo de velar por el obligacionista, siendo su obligación presentar toda la información a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (et al, 2014).

De acuerdo al proceso de la intermediación, considerando las leyes actuales, es de carácter obligatorio realizar la negociación de títulos a través de un intermediario. De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores (2014) vigente, las casas de valores son los únicos organismos que puede realizar la negociación de títulos en el mercado bursátil, el cual se debe realizar un

pago de una tasa de acuerdo a lo negociado con el emisor dependiendo del monto a emitir.

Para la emisión de obligaciones, se necesita un estructurador legal y un estructurador financiero, los cuales tienen tasas por sus servicios previamente negociados de acuerdo con el monto de la emisión, incluso se puede considerar a la misma persona para que sea estructurador legal y financiero. El estructurador legal es el encargado de realizar el Prospecto de Oferta Pública, además de convertir el informe de estructuración financiera en un documento legal; por otro lado, el estructurador financiero determina las características óptimas para la emisión, buscando maximizar la rentabilidad y una buena calificación de riesgo (Borrero, 2012).

Un aspecto importante para la emisión de obligaciones es la inscripción en el Catastro del Mercado de Valores, el cual representa una tasa de acuerdo al monto de la emisión. También se debe considerar la tasa que se paga por la inscripción y mantenimiento a la Bolsa de Valores, dependiendo el valor del monto de la emisión.

Registro Especial Bursátil - Análisis de la entrevista

De acuerdo a la información al inicio del capítulo, existe otra opción relacionada a la emisión de obligaciones para el segmento de empresas pequeñas comerciales ubicadas en la ciudad de Guayaquil con ingresos brutos no mayores a \$ 1,000,000. La opción consiste en el Registro Especial Bursátil conocido como REB, el cual es explicado a continuación gracias a la entrevista realizada al Economista Mauricio Murillo, experto en temas bursátiles. Cabe recalcar que en el Anexo 4 se encuentran las preguntas realizadas al entrevistado.

El REB era conocido como el Registro Especial de Valores no Inscritos (REVNI), este segmento estaba enfocado para el sector PYME con el objetivo de incentivarlos a que realicen más emisiones en el mercado de valores local, la principal característica de los REVNI es que las compañías no tenían la necesidad de inscribirse en la Superintendencia de Compañías, sino sus emisiones se negociaban directamente en la bolsa de valores, ya

sea en la Guayaquil o en la de Quito. Además, el REVNI era considerado un sistema de rueda diferente al sistema normal, ya que convertía a todos los emisores que se acogían a esto, en emisores más formales; cabe recalcar que en el REVNI se usaban más pagarés que cualquier otro título.

Con la implementación de la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera, como ente regulador del Mercado de Valores, a través de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, se deroga el concepto de REVNI en el año 2014, para luego formar el Registro Especial Bursátil (REB), creado para el sector PYMES y las entidades de la Economía Popular y Solidaria. Cabe recalcar que las emisiones de las PYMES enmarcadas bajo el concepto de REVNI, continuaron con normal vigencia hasta finalizar su periodo de emisión.

Hasta la presente fecha, no se ha emitido ningún título con característica REB, aunque la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera mediante la resolución 210-2016-V, estableció nuevos beneficios para la emisión de este tipo de títulos con el fin de estimular su uso, los cuales son detallados a continuación:

- La calificación de riesgo no es obligatoria.
- El representante obligacionista no es obligatorio, la empresa conforma el comité de vigilancia, por lo general conformado por los inversionistas.
- La inscripción al Catastro Público de Mercado de Valores es gratuita.
- La inscripción en la Bolsa de Valores de Guayaquil o Quito es gratuita.
- Cobro del 50 % menos a la comisión por los montos negociados pagados a las bolsas de valores, es decir el 0.045 % de la emisión.

Se debe hacer énfasis en el hecho que para pertenecer al REB, la empresa debe indicar que la emisión se va a realizar bajo el concepto de Registro Especial Bursátil, sino será considerada una emisión común en el mercado de valores. Aunque los beneficios implementados representan una reducción considerable para los costos de emisión, existen factores los cuales hacen que la emisión de títulos para las PYMES sea un poco

complicado, uno de estos es el gasto al estructurador financiero, el cual se encarga de analizar la situación de la empresa como ventas, costos de producción, gastos operacionales o administrativos, entre otros, para así poder determinar cuál es la emisión que más le conviene a la empresa, ya sea la emisión de obligaciones, papeles comerciales, acciones, titularizaciones, entre otros. El siguiente factor por considerar es la comisión que se debe pagar a las casas de valores por efecto de colocación de títulos. Estos dos factores hacen que la emisión por parte de las PYMES no sea factible siempre, debido a que estas empresas son de carácter netamente privado, las cuales necesita generar sus propios ingresos para cubrir dichos costos.

Por otra parte, los principales inversionistas en el mercado de valores son los conocidos como inversionistas institucionales, los cuales, según la Ley de Mercado de Valores, Art. 74 los definen como:

Las instituciones del sistema financiero públicas o privadas, a las mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, a las cooperativas de ahorro y crédito que realicen intermediación financiera con el público, a las compañías de seguros y reaseguros, a las corporaciones de garantía y retro-garantía, a las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos y, toda otra persona jurídica y entidades que la Junta de Regulación del Mercado de Valores señala como tal, mediante norma de carácter general, en atención a que el giro principal de aquellas sea la realización de inversiones en valores u otros bienes y que el volumen de las transacciones u otras características permita calificar de significativa su participación en el mercado. Los inversionistas institucionales operarán en el mercado bursátil por intermedio de casas de valores. Los inversionistas institucionales estarán obligados a entregar información respecto a las transacciones que efectúen, en forma veraz, completa y oportuna, de acuerdo con las normas que expida la Junta de Regulación del Mercado de Valores (Asamblea Nacional, 2014, p. 34)

Dichos inversionistas institucionales para estar seguros de las inversiones a realizar con el fin de un correcto desenvolvimiento de sus negocios, analizan los prospectos de las diferentes compañías inscritas en el mercado de valores, tomando en cuenta a las compañías que poseen una calificación de riesgo atractiva para realizar la inversión; por lo que, suponiendo que al momento de analizar un prospecto emitido como REB y no encontrarse con una calificación de riesgo, el mismo va a ser descartada como opción a invertir por parte de los inversionistas institucionales ya que la calificación de riesgo es un factor fundamental al momento de adquirir una emisión ya que determina de cierta manera el riesgo que tiene la emisión, por lo que dicho beneficio planteado hacia las emisiones REB no tendría mucha significancia, debido a que la empresa emisora se va a ver obligada a costear una calificación de riesgo para que su emisión sea más atractiva en el mercado.

Con respecto a la tasa del mercado de valores, este factor es considerado variable ya que, por lo general se encuentra en medio de la tasa activa y la tasa pasiva del sistema financiero nacional. Sin embargo, se debe analizar desde qué punto de vista va ser considerada dicha tasa. Desde el lado del inversionista, la tasa que paga la adquisición de un título es más beneficiosa siempre y cuando sea mayor que la tasa pasiva por un depósito a plazo; por otro lado, si una empresa que realiza la emisión de títulos paga en el mercado de valores una tasa de interés menor que la tasa de interés activa que cobran los prestamistas, dicha acción va a ser favorable para la compañía que demanda capital.

Para la emisión de títulos, la empresa debe dar garantías al mercado de valores, los cuales respalden la emisión, por ese motivo existen dos tipos de garantías. Se tiene la garantía general, la cual es el 80 % de todos los activos de la compañía que se encuentren libre de gravamen, esto quiere decir que la emisión de la empresa no puede superar este porcentaje de activos; esta garantía se debe mantener durante todo el plazo de la emisión, en caso de no cumplir con esta norma, se declara a la emisión con plazo vencido. Por otro lado, se tiene la garantía específica, la cual es opcional para la empresa, sin embargo, es recomendable porque ayuda a obtener

una mejor calificación de riesgo y que la emisión sea considerada más atractiva.

Situación crediticia de las PYMES del Sector Comercial en relación al Sistema Financiero Nacional

El análisis por desarrollarse comprenderá desde septiembre del año 2015 hasta abril del 2017, considerando que la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera (2015) mediante la Resolución No. 43, expidió nuevas normas en materia de segmentación de Cartera de Créditos pertenecientes a las entidades del Sistema Financiero Nacional, específicamente para el segmento Comercial Prioritario Empresarial y PYMES. Dichos créditos son otorgados a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas con ventas anuales entre \$ 100,000 y \$ 5 millones de dólares, necesarias para la adquisición de bienes o servicios requeridos para ejercer actividades comerciales (et al, 2015). Hacemos relación a estos dos segmentos de crédito debido a que tienen concordancia a las características que definen a una PYME en el Ecuador mencionada previamente en el documento. Dicha resolución deroga al artículo 8, capítulo VIII del título sexto del libro I de Política Monetaria - Crediticia, el cual definió los segmentos de cartera de crédito previa a la presente resolución no especificando los tipos de segmentos comerciales. Es por consiguiente que, al conocer la segmentación presente, se limita el análisis histórico en materia de créditos y tasas de interés en años anteriores (et al, 2015, p.5).

La información presentada a continuación en las siguientes dos tablas detalla el volumen total de créditos intermediados hacia todos los segmentos productivos del país considerando el periodo entre septiembre del 2015 hasta abril 2017, obteniendo un monto de \$ 40,696.64 millones de dólares. Dicho volumen de crédito fue devengado por el Sistema Financiero Nacional, conformado por la banca privada, pública, economía popular y solidaria, mutualistas, sociedades financieras y tarjetas de crédito. (Banco Central del Ecuador, 2016).

Tabla 13

Volumen de Créditos devengados por el Sistema Financiero Nacional divididos en los Segmentos de Crédito (Millones USD)

Periodo	Productivo Corporativo	Productivo Empresarial	Productivo PYMES	Comercial Ordinario	Comercial Prioritario Corporativo	Comercial Prioritario Empresarial	Comercial Prioritario PYMES
sep-15	168.61	34.04	34.80	59.13	552.34	89.75	64.09
oct-15	28.25	16.87	14.04	74.79	587.35	124.41	74.49
nov-15	21.02	3.11	6.23	79.42	706.90	89.27	72.35
dic-15	13.84	19.97	9.44	82.71	676.32	113.42	97.54
ene-16	19.61	10.77	4.46	92.97	658.36	83.37	67.22
feb-16	17.66	6.80	11.08	75.72	877.31	87.29	71.29
mar-16	32.47	8.63	14.28	92.03	887.34	123.94	90.96
abr-16	34.34	1.95	9.58	68.34	816.31	89.55	85.85
may-16	38.00	10.08	5.99	81.72	745.60	96.49	88.46
jun-16	40.54	10.36	5.37	84.99	811.51	117.11	89.82
jul-16	45.42	10.17	8.14	91.41	703.50	94.25	75.86
ago-16	73.92	23.58	8.84	81.38	727.17	125.16	86.36
sep-16	59.49	16.94	9.59	89.42	696.94	109.89	101.66
oct-16	67.93	22.98	11.77	89.32	867.20	110.84	87.76
nov-16	90.70	10.96	8.11	89.51	826.60	129.10	97.88
dic-16	75.65	28.71	13.58	87.13	1098.64	193.34	125.16
ene-17	62.24	22.92	7.51	94.51	655.21	120.20	77.90
feb-17	63.13	9.72	12.88	73.23	733.53	109.39	88.13
mar-17	100.40	12.91	10.53	114.34	1018.98	146.91	133.66
abr-17	68.65	15.25	9.95	81.70	988.22	136.10	93.76
Total	1121.86	296.74	216.18	1683.78	15635.33	2289.78	1770.21

Nota: Adaptado de "Evolución del Volumen de Crédito y Depósitos del Sistema Financiero Nacional" por Banco Central del Ecuador, 2016.

Tabla 14

Volumen de Créditos devengados por el Sistema Financiero Nacional divididos en los Segmentos de Crédito (Millones USD)

Consumo Ordinario	Consumo Prioritario	Educativo	Vivienda de Interés Público	Inmobiliario	Micro. Minorista	Micro. Acu. Simple	Micro. Acu. Ampliada
17.11	374.62	19.22	5.03	52.18	8.52	89.06	26.88
11.45	354.51	17.46	5.10	39.73	7.84	86.72	23.16
18.07	404.89	10.86	5.44	38.82	10.67	137.75	50.77
19.32	419.59	6.01	8.04	44.79	14.81	143.52	61.38
16.78	370.90	2.51	8.37	36.35	10.47	140.94	56.44
19.60	437.22	0.80	6.62	33.75	11.41	154.55	69.83
23.09	541.64	2.67	8.76	47.35	13.35	180.44	82.28
21.30	512.17	4.63	6.85	39.39	11.32	164.63	83.33
24.53	515.11	2.75	7.52	43.28	11.83	156.36	77.58
25.89	572.42	2.65	8.16	51.37	12.99	187.70	105.68
26.51	545.17	2.13	8.97	45.13	13.26	181.44	106.17
29.52	610.64	2.80	8.68	53.89	13.69	192.14	110.60
27.40	666.55	5.48	10.24	56.16	13.38	190.30	110.74
27.09	647.90	5.91	8.40	50.18	10.64	188.58	117.83
28.10	567.46	3.64	9.28	54.55	11.72	183.06	108.18
35.30	617.75	3.51	13.31	68.25	14.73	192.70	108.37
30.79	557.34	2.84	11.23	48.18	9.66	179.24	96.13
30.71	558.40	2.41	9.44	49.91	8.76	169.34	95.64
38.48	744.76	3.32	13.74	65.93	10.83	199.16	122.87
35.31	640.12	2.88	12.24	60.73	10.30	184.39	111.40
506.35	10659.16	104.50	175.42	979.90	230.16	3302.03	1725.26

Nota: Adaptado de "Evolución del Volumen de Crédito y Depósitos del Sistema Financiero Nacional" por Banco Central del Ecuador, 2016.

A continuación, la siguiente figura muestra el porcentaje de cada segmento productivo en relación con el total de créditos devengados por el Sistema Financiero Nacional.

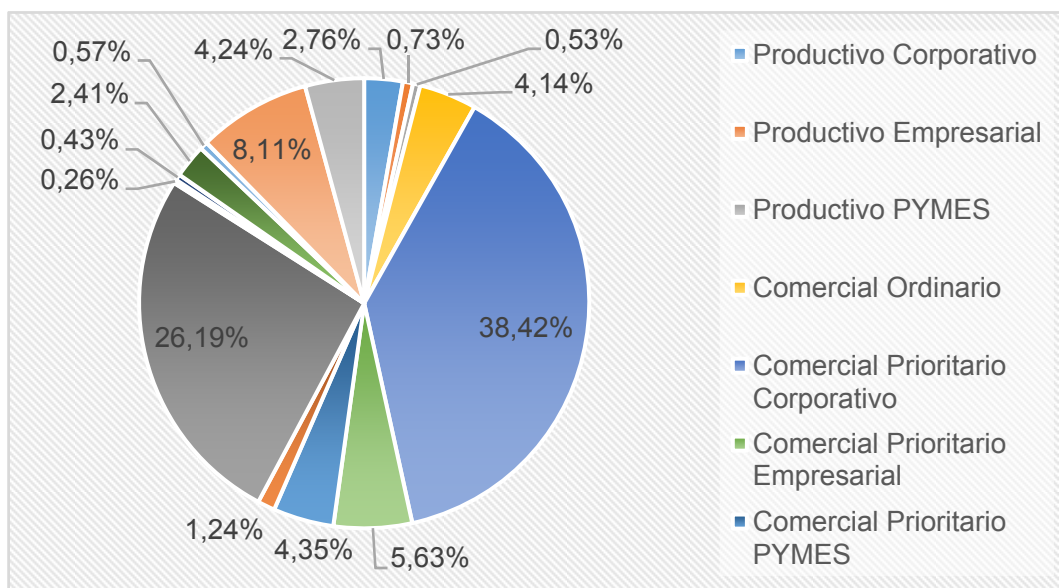


Figura 2. Participación porcentual de los Segmentos de Créditos del Sistema Financiero Nacional. 2016

La información previamente mencionada indica que el 38.42 % del total de créditos devengados pertenecen al sector Comercial Prioritario Corporativo, siendo el segmento que captó el mayor monto de créditos durante el periodo de análisis; cabe recalcar que este segmento está compuesto por personas naturales o jurídicas obligadas a llevar contabilidad registrando ventas anuales superiores a \$ 5,000.000 de dólares (Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 2015). El segundo segmento es Consumo Prioritario con un 26.19 % del volumen total de créditos otorgados, el segmento previamente mencionado está destinado a personas naturales que adquieren bienes y servicios no productivos ni comerciales. El tercer segmento es Microcrédito de Acumulación Ampliada con un 8.11 %. En cuarto lugar, se encuentra el Comercial Prioritario Empresarial con un 5.63 % en el que fueron devengados \$ 2289,78 millones de dólares, el cual es similar al segmento de Consumo Prioritario Corporativo, con la diferencia que el mismo debe registrar ventas anuales entre \$ 1,000.0000 y \$ 5,000.000 de dólares.

Finalmente, con un 4.35 % sobre el total de créditos devengados pertenece al segmento Comercial Prioritario PYMES. Considerando el periodo de análisis mencionado, fueron devengados a este segmento un total de \$ 1,770.21 millones de dólares. Además, es importante analizar que la suma porcentual de todos los Segmentos Comerciales alcanza un 52.54 % del total de créditos, tomando en consideración lo antes mencionado, se concluye que más de la mitad de dinero entregado por el Sistema Financiero Nacional sirve de financiamiento para empresas que realicen actividades netamente comerciales.

Tabla 15

Volumen de Crédito del Sistema Financiero Nacional: Segmento de Crédito Comercial Prioritario Empresarial y PYMES (Millones USD)

Periodo (2016)	EPS	Banco Privado	Publico	Mutualistas	Sociedades	Tarjetas de crédito
sep-15	0.00	140.46	9.69	0.19	3.42	0.09
oct-15	0.00	186.50	8.43	0.04	3.82	0.12
nov-15	2.24	150.27	3.82	0.03	5.18	0.08
dic-15	2.13	185.33	18.60	0.08	4.68	0.14
ene-16	2.15	136.07	8.56	0.08	3.60	0.12
feb-16	2.95	146.17	5.69	0.70	2.96	0.13
mar-16	4.21	200.60	5.36	0.24	4.37	0.13
abr-16	3.22	162.22	5.06	1.95	2.85	0.11
may-16	4.02	166.81	7.38	3.61	2.95	0.18
jun-16	3.94	188.45	11.27	0.88	2.12	0.27
jul-16	3.19	157.34	6.18	0.78	2.39	0.21
ago-16	4.08	191.11	12.56	0.78	2.82	0.16
sep-16	5.52	195.75	5.83	2.08	2.19	0.18
oct-16	4.03	186.72	5.86	1.12	0.83	0.06
nov-16	4.34	211.33	8.77	2.52	0.02	0.00
dic-16	5.42	294.97	14.72	1.31	2.08	0.00
ene-17	3.22	188.10	6.09	0.55	0.14	0.00
feb-17	3.67	186.04	5.99	1.57	0.24	0.00
mar-17	5.03	261.03	12.27	1.53	0.72	0.00
abr-17	4.16	210.32	14.77	0.56	0.04	0.00
Totales	67.52	3745.60	176.89	20.59	47.40	1.98

Nota: Adaptado de "Evolución del Volumen de Crédito y Depósitos del Sistema Financiero Nacional" por Banco Central del Ecuador, 2016.

La tabla anterior detalló el volumen de crédito otorgado al sector Comercial Prioritario Empresarial y PYMES segmentado por las diferentes instituciones financieras que componen el Sistema Financiero Nacional.

El segmento de banca privada es el que ha ofertado mayores créditos destinados a pequeñas y medianas empresas comerciales, al considerar los períodos desde septiembre del 2015 hasta abril del 2017, el monto total por concepto de créditos fue de \$ 3,745,60 millones de dólares, El segmento Tarjetas de Crédito representa la menor fuente de financiamiento que debido a sus altas tasas de intereses.

La Figura 3 la aportación de cada segmento del sistema financiero nacional en materia de créditos otorgados al segmento comercial prioritario PYMES.

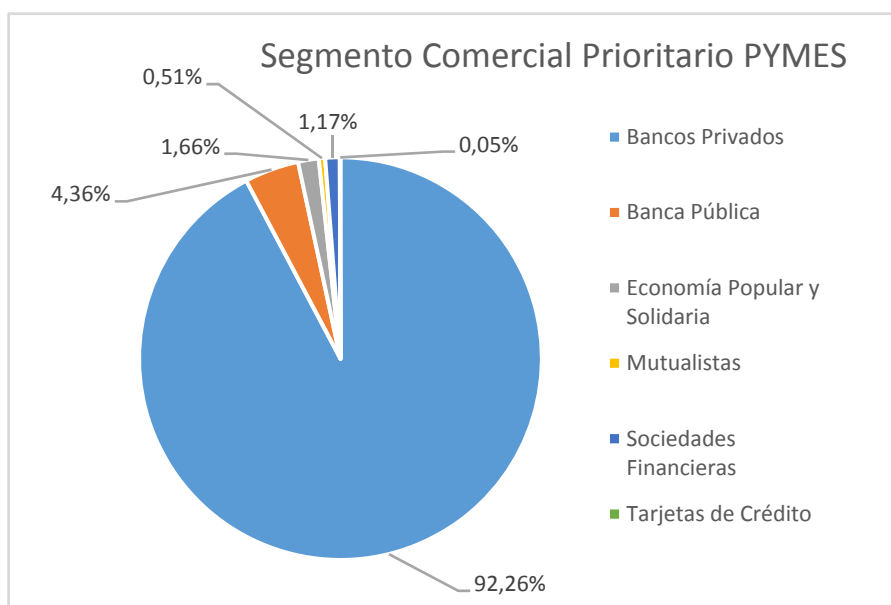


Figura 3. Participación porcentual de los Segmentos de Créditos del Sistema Financiero Nacional. 2016

Tomando como referencia el gráfico anterior, la Banca Privada tiene el 92.26 % de participación, mientras la Banca Pública tiene 4.36 %, lo cual demuestra una diferencia considerable entre los principales actores del sistema financiero nacional. Posteriormente se ubica la Economía Popular y Solidaria conformada por Cooperativas de Ahorro y Crédito, con un 1.66 %. Las Sociedades Financieras aportan con un 1.17 % al otorgamiento de créditos a las PYMES comerciales. Las Mutualistas tienen una participación

marginal del 0.51 %, y finalmente las Tarjetas de Crédito con una ínfima participación de 0.05 %.

Dentro del segmento Banca Privada, se hace referencia a entidades financieras que han intermediado créditos a pequeñas y medianas empresas comerciales para su crecimiento económico, las cuales son presentadas en la tabla a continuación.

Tabla 16

Volumen de Crédito del Sector Privado: Segmento de Crédito Comercial Prioritario Empresarial y PYMES (Millones USD)

Periodo	Pichincha	Guayaquil	Produbanco	Internacional	Machala	Otros
sep-15	1.73	38.94	20.62	26.26	11.12	41.79
oct-15	56.33	58.33	18.32	18.86	6.40	28.26
nov-15	39.78	29.40	34.28	13.56	7.07	26.18
dic-15	43.91	34.05	41.41	24.75	9.61	31.60
ene-16	29.93	29.23	24.38	15.58	10.22	26.72
feb-16	34.69	29.07	24.62	16.00	11.89	29.91
mar-16	47.83	38.20	26.79	39.05	9.64	39.09
abr-16	44.23	25.71	28.79	24.96	6.16	32.36
may-16	43.67	28.32	35.71	15.92	11.37	31.82
jun-16	51.26	32.79	30.08	23.22	13.19	37.92
jul-16	52.24	26.61	19.14	22.50	6.61	30.24
ago-16	55.75	31.31	30.32	15.93	13.27	44.52
sep-16	57.14	31.24	32.09	19.55	10.20	45.54
oct-16	53.92	29.29	28.48	17.31	10.07	47.64
nov-16	64.64	38.95	26.36	19.73	11.13	50.52
dic-16	85.33	45.75	56.61	26.72	17.35	63.22
ene-17	57.67	27.02	32.34	15.22	9.43	46.42
feb-17	48.41	39.27	30.06	14.52	12.01	41.77
mar-17	66.59	42.36	65.18	24.13	8.87	53.91
abr-17	57.13	35.95	26.75	27.25	8.49	54.74
Total	992.18	691.81	632.33	421.02	204.09	804.18

Nota: Adaptado de "Evolución del Volumen de Crédito y Depósitos del Sistema Financiero Nacional" por Banco Central del Ecuador, 2016.

Los bancos privados con mayor volumen de crédito otorgado a las PYMES comerciales están compuestos por Banco Pichincha devengado créditos con un monto de \$ 992.18 millones de dólares. La siguiente entidad financiera es el Banco de Guayaquil con un monto de \$ 691.81 millones de dólares, seguido de Banco Produbanco con un monto de \$ 632.33 millones de dólares. El monto de crédito por parte de otros bancos privados pertenecientes al sistema financiero nacional es de \$ 804.18 millones de dólares compuestos por Banco del Austro, Bolivariano, ProCredit, Banco de Loja entre otros.

Descripción de créditos destinados a PYMES por parte de la Banca Privada

Banco Pichincha

De acuerdo a la información dada por un agente de crédito, el Banco Pichincha ofrece un servicio llamado “Crédito Productivo” destinado para que empresas de cualquier tipo de actividad económica adquieran un activo fijo o financien su capital de trabajo, el monto del crédito no está limitado, dependerá de la capacidad netamente de la empresa para poder cubrir dicho crédito. En referencia a la tasa de interés, si la empresa declara ventas entre \$ 100,000 y \$ 1,000,000 recibe una tasa de interés del 11.23 %, en caso de tener ventas entre \$ 1,000,000 y \$ 5,000,000 dicha empresa recibe una tasa del 8.76 %. En lo que a plazo se refiere, si el destino del crédito la adquisición de un activo fijo, el plazo es máximo 5 años, si el destino es para uso de capital de trabajo el plazo es entre 12 y 18 meses. En lo que se relaciona a garantías, exigen una hipotecaria real y normalmente el monto prestado equivale al 70 % del bien hipotecado.

Banco de Machala

De acuerdo a la página web del Banco de Machala, el banco ofrece un crédito productivo, dirigido a todos los sectores de la economía, ya sea industrial, comercial, agricultura entre otros. Lo destina principalmente para la adquisición de activos fijos con un plazo máximo de cinco años, la garantía es sobre el objeto bien de financiamiento, es decir el activo fijo, el

monto es de hasta \$ 500,000, adicionalmente de acuerdo al crédito se puede requerir una garantía hipotecaria. Para el segmento PYME otorga un monto máximo de \$100,000 y un plazo de hasta tres años con la tasa de interés del mercado, la garantía no es real hasta valores de \$ 25,000.00 por lo que a partir de montos mayores el crédito requiere mayores garantías (Banco de Machala, 2017).

Banco del Pacífico

De acuerdo con la información otorgada por un agente de crédito del Banco Pacífico, dicho banco otorga créditos a las empresas PYMES con dos años de estabilidad y con ingresos netos entre \$ 100,000 y \$ 1,000,000. El destino del crédito puede ser para uso de capital de trabajo o financiamiento para la compra de activos fijos. Para un crédito de capital de trabajo, el plazo máximo es de 2 años con una tasa desde el 10 %, en relación al crédito para la adquisición de un activo fijo, el plazo máximo es de 5 años con una tasa del segmento. El banco otorga créditos desde \$ 3,000 hasta \$ 1,000,000, el monto del crédito es otorgado de acuerdo a la necesidad que tenga la empresa y se lo analiza en base a su flujo de caja y cifras. Ambos créditos requieren una garantía, si el monto de crédito es de hasta \$ 25,000, el banco pide una garantía personal, el cual puede ser del accionista de la compañía, para montos mayores se requiere una garantía real, es decir una hipoteca, ya sea un terreno, maquinaria, entre otros la cual debe ser de aproximadamente 155 % del monto total del crédito. En relación a créditos para compañías medianas, las condiciones de crédito son las mismas a las previamente explicadas, con la diferencia de que la tasa de interés baja en relación al tamaño de la compañía.

Tomando en consideración las entidades que forman parte de la Economía Popular y Solidaria, las cuales en su mayoría son cooperativas de ahorro y crédito, la siguiente tabla detalla los montos intermediados al sector pyme y empresarial comercial prioritario

Tabla 17

Volumen de Crédito de la Economía Popular y Solidaria: Segmento de Crédito Comercial Prioritario Empresarial y PYMES (Millones USD)

Periodo	El Sagrario	Mujeres Unidas CACMU	Alfonso Jaramillo Ltda	Mego	Riobamba	Otros
nov-15	0.50	0.65		0.05	0.22	0.83
dic-15	0.54	0.21		0.35	0.32	0.69
ene-16	0.42	0.11	0.21	0.04	0.05	1.31
feb-16	0.44	0.40	0.34	0.28	0.10	1.42
mar-16	0.78	0.55	0.43	0.32	0.07	2.09
abr-16	0.44	0.67	0.30	0.03	0.24	1.49
may-16	0.59	0.44	0.29	0.35	0.30	2.04
jun-16	0.70	0.35	0.34	0.40	0.21	1.99
jul-16	0.58	0.73	0.32	0.26	0.07	1.24
ago-16	0.61	0.69	0.39	0.05	0.10	2.21
sep-16	1.09	1.02	0.36	0.36	0.26	2.39
oct-16	0.68	0.09	0.35	0.45	0.37	2.07
nov-16	0.51	0.18	0.28	0.08	0.07	3.18
dic-16	0.91	0.73	0.31	0.23	0.26	2.98
ene-17	0.30	0.41	0.22	0.27	0.11	1.86
feb-17	0.40	0.65	0.27	0.66	0.07	1.63
mar-17	0.79	0.25	0.33	0.25	0.36	3.06
abr-17	0.93	0.53	0.30	0.24	0.26	1.92
Total	11.22	8.66	5.05	4.64	3.43	34.39

Nota: Adaptado de "Evolución del Volumen de Crédito y Depósitos del Sistema Financiero Nacional" por Banco Central del Ecuador, 2016.

El Sagrario es la entidad de la Economía Popular y Solidaria que más ha otorgado créditos a las PYMES con un monto de \$ 11.22 millones de dólares. La Cooperativa de Ahorro y Crédito Mujeres Unidas CACMU, durante noviembre de 2015 y abril del presente año, ha devengado un monto de \$ 8.66 millones de dólares; luego está la Cooperativa de Ahorro y Crédito Alfonso Jaramillo Ltda. con un total de \$ 5.05 millones de dólares. Al final se encuentran las otras cooperativas de ahorro y crédito quienes devengaron montos por \$ 34.39 millones de dólares.

Tabla 18

Volumen de Crédito del Sector Público: Segmento de Crédito Comercial Prioritario Empresarial y PYMES (Millones USD)

Periodo	CFN	BanEcuador	BNF
sep-15	9.69	-	-
oct-15	8.43	-	0.00
nov-15	1.20	-	2.62
dic-15	13.02	-	5.58
ene-16	2.69	-	5.86
feb-16	1.32	-	4.37
mar-16	1.68	-	3.68
abr-16	2.04	-	3.02
may-16	5.51	0.49	1.38
jun-16	8.85	2.42	-
jul-16	3.63	2.55	-
ago-16	8.36	4.20	-
sep-16	0.84	4.99	-
oct-16	1.59	4.27	-
nov-16	5.43	3.34	-
dic-16	12.15	2.56	-
ene-17	3.14	2.94	-
feb-17	4.60	1.40	-
mar-17	8.51	3.75	-
abr-17	10.05	4.73	-
Total	112.72	37.66	26.52

Nota: Adaptado de "Evolución del Volumen de Crédito y Depósitos del Sistema Financiero Nacional" por Banco Central del Ecuador, 2016.

La tabla anterior muestra los participantes en relación al sector público, donde se encuentran la Corporación Financiera Nacional, el Banco Nacional de Fomento ahora BanEcuador, los cuales en la siguiente tabla se detalla su participación en materia de créditos devengados para el Segmento Comercial Prioritario Empresarial y PYMES.

De acuerdo con la tabla previamente expuesta, se puede apreciar que no existe diferencia relevante por conceptos de montos entre las tres entidades públicas financieras. La Corporación Financiera Nacional devengó créditos por un monto de \$ 112.72 millones de dólares con el fin de promover actividad económica a través de proyectos destinados a pequeñas y medianas empresas. Por otro lado, Ban Ecuador llamado anteriormente Banco Nacional de Fomento, también tiene como objetivo fomentar el crédito al sector PYME (Neira, 2016), por lo que otorgó créditos por un total de \$ 37.66 millones de dólares. Finalmente, el Banco Nacional de Fomento el cual dejó de devengar créditos hasta junio del 2016, realizó operaciones por un monto de \$ 26.52 millones de dólares.

Tabla 19

Volumen de Crédito de las Mutualistas: Segmento de Crédito Comercial Prioritario Empresarial PYMES (Millones USD)

Periodo	Azuay	Imbabura	Mutualista Pichincha
sep- dic -15	-	0.11	0.24
ene-16	-	-	0.08
feb-16	-	-	0.70
mar-16	-	-	0.24
abr-16	-	0.10	1.84
may-16	-	-	3.61
jun-16	0.05	0.06	0.77
jul-16	-	0.14	0.65
ago-16	-	0.20	0.58
sep-16	-	-	2.08
oct-16	-	0.08	1.03
nov-16	-	0.05	2.47
dic-16	0.21	-	1.10
ene-17	-	0.00	0.55
feb-17	0.30	-	1.27
mar-17	-	0.00	1.53
abr-17	-	0.01	0.55
Total	0.56	0.74	19.29

Nota: Adaptado de "Evolución del Volumen de Crédito y Depósitos del Sistema Financiero Nacional" por Banco Central del Ecuador, 2016.

La tabla anterior presentó el volumen de crédito por parte de las Mutualistas hacia el Segmento PYMES comerciales durante el periodo de estudio. La Mutualista Pichincha es la entidad de este sector que ha devengado un monto de \$ 19.29 millones de dólares hacia las pequeñas y medianas empresas comerciales, luego se encuentra la mutualista Imbabura con un total de \$ 0.74 millones de dólares. Finalmente se encuentra la mutualista Azuay que ha devengado un monto de \$ 0.56 millones de dólares a la PYMES comerciales.

Tabla 20

Volumen de Crédito de las Sociedades Financieras: Segmento de Crédito Comercial Prioritario PYMES (Millones US)

Periodo	Diners Club	Unifinsa	Leasing Corp	Firesa	Fidasa	Otros
sep-dic15	11.03	2.81	2.47	0.36	0.00	0.44
ene-16	2.73	0.28	0.42	0.03	0.00	0.14
feb-16	1.99	0.54	0.27	0.00	0.02	0.14
mar-16	2.51	1.07	0.30	0.20	0.09	0.21
abr-16	2.24	0.48	0.08	0.00	0.00	0.05
may-16	2.62	0.12	0.08	0.00	0.07	0.05
jun-16	1.92	0.15	0.01	0.00	0.00	0.03
jul-16	1.95	0.32	0.06	0.00	0.07	0.00
ago-16	2.15	0.54	0.13	0.00	0.00	0.00
sep-16	2.12	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
oct-16	0.63	0.00	0.05	0.00	0.14	0.00
nov-16	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
dic-16	0.24	0.00	0.25	1.58	0.00	0.00
ene-17	0.00	0.00	0.00	0.00	0.14	0.00
feb-17	0.00	0.00	0.00	0.22	0.02	0.00
mar-17	0.00	0.00	0.00	0.72	0.00	0.00
abr-17	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total	32.17	6.38	4.13	3.11	0.56	1.06

Nota: Adaptado de "Evolución del Volumen de Crédito y Depósitos del Sistema Financiero Nacional" por Banco Central del Ecuador, 2016.

Otra parte del sistema financiera nacional son las Sociedades Financieras, las cuales en la siguiente tabla se detalla el volumen de crédito hacia las PYMES comerciales. Entre las principales sociedades financieras, se encuentra Dinners Club con un monto otorgado de \$ 30.16 millones de dólares. Luego Unifinsa con un monto de \$ 3.50 millones de dólares, y dentro del grupo de otras sociedades financieras, se ha devengado un total de \$ 0.56 millones de dólares a la PYMES comerciales.

Finalmente está se considera el segmento Tarjetas de crédito intermediando préstamos al segmento Comercial Prioritario PYMES, no se toma en cuenta el segmento Comercial Prioritario Empresarial, debido a que las tarjetas de crédito no devengaron ningún tipo de crédito a dicho segmento, la información se detalla en la presente tabla.

Tabla 21

Volumen de Crédito de las Tarjetas de Crédito: Segmento de Crédito Comercial Prioritario PYMES (Millones US)

Periodo	Interdin
Sept-15	0.09
Oct-15	0.12
Nov-15	0.08
Dic-15	0.14
Ene-16	0.10
Feb-16	0.10
Mar-16	0.10
Abr-16	0.10
May-16	0.20
Jun-16	0.30
Jul-16	0.20
Ago-16	0.20
Sept-16	0.20
Oct-16	0.10
Total	2.03

Nota: Adaptado de "Evolución del Volumen de Crédito y Depósitos del Sistema Financiero Nacional" por Banco Central del Ecuador, 2016.

La tarjeta de crédito que forma parte del estudio es Interdin y la única en el registro del sistema financiero nacional; a su vez, es la principal entidad en otorgar tarjetas de crédito, y ha devengado créditos un total de \$ 2.03 millones de dólares a las PYMES comerciales la cual no tiene significancia alguna en comparación a las demás instituciones financieras

Capítulo IV: Análisis Comparativo

Una vez recabada la información en materia a la participación de las empresas PYMES comerciales de la ciudad de Guayaquil en el mercado de valores ecuatoriano y en el sistema financiero nacional, analizar el funcionamiento del mercado de valores ecuatoriano en relación a la emisión de obligaciones, detallar las características que posee un crédito ofrecido por una institución bancaria y obtención de información primaria por parte expertos que guardan relación con el mercado bursátil y compañías con experiencia en lo que emisión de obligaciones se refiere.

Se va a proceder a realizar análisis comparativos mediante un estudio de caso entre una emisión de obligaciones y un crédito ofrecido por una institución financiera, en el que se van a considerar los costos, gastos y diferentes características incurridos en cada uno de ellos.

Análisis comparativo referente a costos incurridos por la emisión de obligaciones y crédito bancario.

Emisión de Obligaciones

Para el desarrollo del siguiente análisis comparativo, se tomó como referencia los datos presentados en el prospecto de emisión de obligaciones por parte de la empresa Motrac S.A durante el año 2015, el cual detalla los diferentes costos, gastos y demás datos útiles tomados en consideración para la realización del estudio.

De acuerdo a la tabla a continuación, considerando un monto de \$3,000,000.00, por concepto de emisión de obligaciones, se consideró gastos por \$ 97,883.00, los cuales representan 3.27 % del valor total de la emisión. Estos gastos tienen un comportamiento variable dependiendo del monto y las negociaciones con los diferentes agentes que forman parte del proceso de emisión. Dichos gastos se deben detallar en el prospecto de emisión el cual fue explicado previamente. A su vez, se deben incluir los valores por concepto de estructuración legal y financiera, rubros

correspondientes al representante obligacionista y otros costos generados por la Bolsa de Valores de Guayaquil, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, comisiones, entre otros. Como concepto general, una empresa emisora puede usar como destino de dichos recursos, el financiamiento de capital de trabajo neto, cubrir pasivos de corto lo largo plazo siendo ejemplo las deudas a proveedores, instituciones financieras, entre otros; la adquisición de activos fijos como terrenos, maquinarias. Sin embargo, es importante considerar que, mediante una emisión de obligaciones, no se puede cubrir emisiones anteriores de títulos por la compañía y, un punto a resaltar es que el mercado de valores no requiere garantías exigentes en relación al proceso de créditos otorgados por instituciones bancarias.

Tabla 22

Costos incurridos por emisión de obligaciones - Motrac S.A. (dólares americanos)

Descripción	Porcentaje (%)	Monto
Estructuración Estructurador y Legal	1.00%	\$ 30,000.00
Agente Colocador	1.00%	\$ 30,000.00
Calificación de Riesgo	0.63%	\$ 18,750.00
Representante Obligacionistas	0.37%	\$ 11,000.00
Comisión Bolsa de Valores	0.09%	\$ 2,700.00
Servicio Desmaterialización	0.05%	\$ 1,500.00
Gestión de Pago	0.01%	\$ 300.00
Inscripción Catastro Mercado de Valores	0.05%	\$ 1,500.00
Inscripción y Mantenimiento en la Bolsa de Valores	0.07%	\$ 2,133.00
Total	3.27%	\$97,883.00

Nota: Adaptado de "Prospecto de Oferta Pública I Emisión de Obligaciones Motrac S.A." por Bolsa de Valores de Quito. 2015

A continuación, se detalla una tabla de amortización donde se muestran los valores a pagar por concepto de capital e interés con relación a la emisión de obligaciones.

Tabla 23

Tabla de Amortización de Obligaciones - Motrac S.A. (dólares americanos)

Periodo	Pago	Interés	Amortización	Saldo
0	0.00	0.00	0.00	3,000,000.00
1	210,000.00	60,000.00	150,000.00	2,850,000.00
2	207,000.00	57,000.00	150,000.00	2,700,000.00
3	204,000.00	54,000.00	150,000.00	2,550,000.00
4	201,000.00	51,000.00	150,000.00	2,400,000.00
5	198,000.00	48,000.00	150,000.00	2,250,000.00
6	195,000.00	45,000.00	150,000.00	2,100,000.00
7	192,000.00	42,000.00	150,000.00	1,950,000.00
8	189,000.00	39,000.00	150,000.00	1,800,000.00
9	186,000.00	36,000.00	150,000.00	1,650,000.00
10	183,000.00	33,000.00	150,000.00	1,500,000.00
11	180,000.00	30,000.00	150,000.00	1,350,000.00
12	177,000.00	27,000.00	150,000.00	1,200,000.00
13	174,000.00	24,000.00	150,000.00	1,050,000.00
14	171,000.00	21,000.00	150,000.00	900,000.00
15	168,000.00	18,000.00	150,000.00	750,000.00
16	165,000.00	15,000.00	150,000.00	600,000.00
17	162,000.00	12,000.00	150,000.00	450,000.00
18	159,000.00	9,000.00	150,000.00	300,000.00
19	156,000.00	6,000.00	150,000.00	150,000.00
20	153,000.00	3,000.00	150,000.00	0.00
TOTAL	3,630,000.00	630,000.00	3,000,000.00	

Nota: Adaptado de "Prospecto de Oferta Pública I Emisión de Obligaciones Motrac S.A." por Bolsa de Valores de Quito. 2015

En la tabla previamente presentada, se detalla los flujos de pago trimestrales que la empresa Motrac S.A tiene que cancelar a los adquirentes

de sus obligaciones en caso de vender el monto total de emisión. Para el desembolso de pago por concepto de interés se tomó en cuenta la tasa anual del 8 % en base al saldo del capital correspondiente a cada trimestre, dicha tasa fue convertida de manera trimestral la cual representa 2 %, en lo que al pago de capital se refiere, dicho capital será amortizado del valor total de la emisión para cancelarlo en 20 pagos iguales (Bolsa de Valores, 2015). Para cubrir una emisión de obligaciones con las características presentadas, la empresa tendrá que cancelar 20 pagos iguales con montos \$ 150,000.00 dólares por concepto de capital, los mismos se realizarán de manera trimestral, adicionalmente se cancelará un total de \$ 630,000.00 dólares en materia de interés para los adquirentes de dichas obligaciones, se aclara que los inversionistas recibirán de manera trimestral el pago de capital e interés de acuerdo al valor nominal de su obligación la cual siempre depende de las características impuestas por el emisor. De acuerdo con la información previamente proporcionada el costo total de la emisión de obligaciones, incluyendo la cancelación de interés y los gastos para que la emisión salga al mercado, el costo total incurrido por la empresa Motrac S.A es de \$ 727,833.00 dólares.

Crédito Bancario

A continuación, se procedió a realizar de una tabla de amortización incurrida por un préstamo bancario otorgado por una institución financiera la cual se muestra en la Tabla 24. Se detalla la simulación de un préstamo bancario que se realizó con la información obtenida del Banco Pichincha, dicha institución usa su servicio llamado Crédito Productivo PYME, el cual se dirige a pequeñas y medianas empresas con diferentes actividades económicas, tanto productivas, comerciales, hoteleras, entre otras. Dicho crédito toma como base una tasa activa de 11.23 % anual, además se realizó la respectiva conversión de tasa anual a tasa trimestral para el correcto cálculo de interés, dando como resultado una tasa trimestral de 2.70 %. En la tabla de amortización no se considera el seguro de desgravamen y seguro de incendio. Se consideran 20 periodos de pago trimestrales para realizar la correcta comparación con la emisión de obligaciones antes mencionada.

Tabla 24

Tabla de amortización de crédito bancario - Motrac S.A. (dólares americanos)

Periodo	Pago	Interés	Amortización	Saldo
0	-	-	-	3,000,000.00
1	196,030.80	80,893.88	115,136.93	2,884,863.07
2	196,030.80	77,789.25	118,241.55	2,766,621.52
3	196,030.80	74,600.91	121,429.89	2,645,191.63
4	196,030.80	71,326.60	124,704.20	2,520,487.43
5	196,030.80	67,964.00	128,066.80	2,392,420.62
6	196,030.80	64,510.73	131,520.08	2,260,900.55
7	196,030.80	60,964.34	135,066.47	2,125,834.08
8	196,030.80	57,322.32	138,708.48	1,987,125.60
9	196,030.80	53,582.10	142,448.71	1,844,676.89
10	196,030.80	49,741.02	146,289.78	1,698,387.11
11	196,030.80	45,796.37	150,234.43	1,548,152.68
12	196,030.80	41,745.36	154,285.45	1,393,867.23
13	196,030.80	37,585.11	158,445.70	1,235,421.53
14	196,030.80	33,312.68	162,718.12	1,072,703.41
15	196,030.80	28,925.05	167,105.76	905,597.65
16	196,030.80	24,419.10	171,611.70	733,985.95
17	196,030.80	19,791.66	176,239.15	557,746.80
18	196,030.80	15,039.43	180,991.37	376,755.43
19	196,030.80	10,159.07	185,871.73	190,883.70
20	196,030.80	5,147.11	190,883.70	-
Total	3,920,616.08	920,616.08	3,000,000.00	-

Nota: Adaptado de "Simulador de crédito." por Banco Pichincha. 2017

Una vez realizada la tabla de amortización, al final de los periodos la empresa realiza un pago total de \$ 920,616.08 dólares por concepto de interés, aparte de cubrir el préstamo establecido de \$ 3,000,000.00 dólares. Se consideró este valor para el crédito ya que la emisión de obligaciones es

con el monto similar, y para realizar un correcto estudio, se mantuvieron los montos y periodos de análisis. Cabe recalcar que, para la obtención de créditos por parte de una institución financiera, la empresa debe detallar de manera obligatorio cuál va a ser el objeto de dicho crédito, en este caso regularmente los bancos privados solamente otorgan créditos direccionados a la adquisición de activos fijos o para el uso en capital de trabajo de la empresa.

De acuerdo con la información previamente presentada correspondiente al préstamo bancario con su tabla de amortización, y la tabla de emisión de obligaciones con sus respectivos costos incurridos y pagos por concepto de intereses. Se pudo observar de manera general que el pago total al final de la emisión de obligaciones es menor al pago de intereses incurridos por la obtención de un crédito bancario por parte de la empresa. Los datos presentados con anterioridad detallan que una empresa al optar por el financiamiento mediante un préstamo proveniente de una entidad financiera, la misma pagó por concepto de interés un valor de \$ 920,616.08 dólares a diferencia del pago de interés que representa una emisión de obligaciones, la cual desembolsó rubros por \$ 630,000.00 dólares, esto recalca una diferencia de \$ 290,605.08 dólares la cual se la puede considerar significativa al momento de decidir qué tipo de financiamiento la empresa va a utilizar analizando costos y factores adicionales. Al tomar en cuenta los gastos iniciales que la empresa debe incurrir para el proceso de emisión de obligaciones, los cuales fueron de \$97,883.00 dólares, la diferencia se reduciría a \$ 192,722.08 dólares, siendo de igual manera una reducción significativa la cual se traduce en ahorro financiero.

Además, se consideran tres factores que guardan relación a los dos tipos opciones de financiamiento planteados. El primer factor es el plazo que tiene una compañía para cancelar el financiamiento externo, la emisión de obligaciones en el mercado de valores ofrece un plazo mayor, el cual puede ser de hasta 6 años, en comparación al plazo otorgado por una institución bancaria. Dicho plazo otorgado por un banco privado puede ser máximo hasta cinco años y debe tener como objeto la adquisición de activos fijos, y

un plazo máximo de tres años si el objeto es el financiamiento de capital de trabajo. Cabe recalcar que dichos plazos, en ciertas ocasiones, presionan los flujos de efectivo de las compañías debido a los pagos constantes que deben incurrir las empresas.

El segundo factor a considerar es la tasa de interés, una emisión de obligaciones paga una tasa de interés regularmente menor a la tasa activa del segmento de crédito para las PYMES, en el estudio de caso la diferencia de la tasa de interés es de 3.23 %, la misma puede variar debido a que no todas las obligaciones pagan la misma tasa de interés y no todos los bancos cobran la misma tasa de interés activa para sus préstamos, el cual es 11.83 % (Banco Central del Ecuador, 2017). Sin embargo, en ningún caso la tasa activa será menor a la tasa que ofrece un título emitido a través del mercado de valores, debido a que se perdería el interés por parte de los tenedores de documentos, ocasionando problemas para el mercado bursátil y compañías emisoras. La diferencia entre estas dos tasas de intereses beneficia a las compañías en cuestiones de costos de financiamiento y a los tenedores de documentos en relación de rentabilidad de inversión.

El tercer factor por considerar son las garantías exigidas para la obtención del financiamiento en ambas opciones. Normalmente las garantías exigidas por instituciones bancarias son muy rigurosas, donde existen casos que las empresas no cuentan con los recursos necesarios para ofrecer dichas garantías, que por lo general son garantías hipotecarias que deben exceder el 120 % del monto del crédito, tomando en cuenta activos como terrenos, maquinarias, inventarios y descartando demás activos, tampoco el crédito puede ser superior al 200 % del patrimonio del sujeto a crédito (Asamblea Nacional, 2014). El mercado de valores ofrece garantías generales y específicas que son menos rigurosas que las requeridas por una institución financiera, con el fin de motivar a las compañías a usar este tipo de financiamiento, se recalca que las mismas fueron detalladas en el desarrollo del trabajo de investigación.

Conclusiones

El mercado de valores ecuatoriano, a través de las leyes y normas que han cambiado con el transcurso de los años, ha logrado desarrollarse y estructurarse lo necesario para poder ser una de las principales actividades de inversión y recaudación de capitales en el país. A pesar de esto, en la actualidad el mercado bursátil no es considerado como primera opción en materia de financiamiento para empresas demandante de recursos, especialmente las PYMES comerciales en la ciudad de Guayaquil, las cuales, de acuerdo a su preferencia, optan por productos financieros ligados al Sistema Financiero Nacional, entre ellos la banca privada, pública, sociedades financieras, mutualistas, tarjeta de crédito e instituciones pertenecientes a la economía popular y solidaria. Esta conducta se debe a la poca formalidad por parte de empresas PYMES comerciales, quienes en su mayoría son empresas de carácter familiar y por costumbre realizan actividades u operaciones de manera reservada ante los entes regulares, debido a la falta de confianza. Considerando esta situación, el mercado de valores busca revertirla mediante sus leyes promulgadas, con el fin de lograr un ambiente empresarial transparente y confiable.

La presente investigación guarda concordancia con la teoría de la Estructura de Capitales de las pequeñas y medianas empresas planteada por Berger y Udell (1998). Se hace referencia a esta teoría debido a que las empresas consideradas PYMES son administradas regularmente por sus dueños, los cuales tienen como preferencia optar por un crédito ofrecido por una institución financiera, en lugar de una emisión en el mercado de valores, debido a que éste último método de financiamiento requiere que la información de la empresa sea mostrada al mercado en general, por el cual dicho requerimiento no es de preferencia debido a que los dueños de esas empresas tienen como cultura no mostrar información financiera ante el temor de verse perjudicados en sus operaciones, o perder el control de su negocio al abrir su capital de manera pública. Además, la teoría del Ciclo de Crecimiento Familiar de la Empresa expuesta por Briozzo y Viglier (2012), confirma que las empresas familiares, las cuales en su mayoría son PYMES

en Ecuador, necesitan cumplir un proceso de evolución hasta llegar a un ciclo de madurez, tanto de carácter administrativo y financiero, con el fin de adquirir distintas alternativas de financiamiento, entre ellas la emisión de títulos en el mercado bursátil.

A pesar de que las instituciones financieras pertenecientes a la banca privada exigen muchos requerimientos en materia de garantías hipotecarias y tasas de interés activas elevadas, los bancos privados devengan aproximadamente el 92.26 % del total los montos de créditos otorgados hacia las pequeñas y medianas empresas a nivel nacional. Por otro lado, existe una alternativa para las PYMES en el mercado bursátil conocido como el Registro Especial Bursátil o REB, el cual está estructurado y listo sólo para las pequeñas y medianas empresas, sin embargo, no se ha realizado ninguna emisión en este sistema hasta la presente fecha, debido a que obvia ciertos parámetros importantes de una emisión de obligaciones corriente, lo cual ocasiona que el emisor sea menos atractivo para los inversionistas.

Se concluye que la hipótesis de investigación es aceptada, para ello se realizó un análisis comparativo entre financiamiento de una empresa PYME mediante la emisión de obligaciones en el mercado de valores, y el Crédito Productivo PYME ofrecido por el Banco Pichincha, se obtuvo como resultado que la emisión de obligaciones, considerando todos los gastos incurridos y pagos de intereses, incurre en menor costo para la empresa a diferencia del crédito bancario. Adicionalmente, se deben considerar los beneficios que ofrece una emisión de obligaciones los cuales son mayor tiempo de plazo para cancelar dichas obligaciones, tasa de interés menor a la tasa de interés activa, y menos requisitos en referencia a garantías exigidas. Dicho caso, guarda pertinencia a la teoría de Jerarquía Financiera planteada por Myers y Mailouf (1984) debido a que la empresa analizada en el caso de estudio, ya se encontraba formalmente estructurada de tal manera que la emisión de títulos en el mercado de valores local significaba la mejor opción de financiamiento para la misma.

Recomendaciones

Se recomienda como iniciativa por parte de los autores del presente trabajo, realizar futuras investigaciones con relación a los diferentes tipos de emisiones que una empresa pueda optar en el mercado de valores, con el fin que las empresas PYMES puedan conocer y elegir una nueva alternativa de financiamiento con el propósito de desarrollar su negocio de la mejor manera posible.

Las empresas PYME deberían implementar prácticas correctas de administración y transparencia con el fin de difundir un entorno empresarial más confiable con el objetivo de aumentar la participación de las mismas en el mercado de valores, ya que las pequeñas y medianas empresas se consideran un motor importante para la economía de nuestro país.

Se sugiere a las instituciones involucradas al mercado de bursátil, como la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la Bolsa de Valores, y entes asociados, que promuevan y estructuren de mejor manera el Registro Único Bursátil para que las pequeñas y medianas empresas participantes del mercado bursátil, realicen emisiones en este sistema, y que los nuevos participantes adopten esta alternativa de financiamiento.

Una emisión de obligaciones incurre costos menores en comparación con el crédito ofrecido por una institución financiera. Sin embargo, las empresas PYMES deben considerar los costos iniciales que incurre una emisión en el mercado de valores, para ello se aconseja que la empresa analice de manera muy detallada si se encuentra en las condiciones financieramente óptimas para afrontar dichos gastos, y determinar qué método de financiamiento le resulta más factible, de acuerdo a su flujo de efectivo.

Referencias bibliográficas

- Andrade, R. D. (2003). *Legislación económica del Ecuador*. Quito, Ecuador: Ediciones Abaya-Yala.
- Asamblea Nacional. (2015). *Constitución de la República del Ecuador*. Montecristi, Ecuador. Recuperado 14 de agosto de 2017 a partir de <http://www.asambleanacional.gob.ec/sites/default/files/private/asambleanacional/filesasambleanacionalnameuid-20/transparencia-2015/literal-a/a2/Const-Enmienda-2015.pdf>
- Asamblea Nacional. (2014). *Ley de Mercado de Valores*. Ecuador. Recuperado 24 de julio de 2017 a partir de http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf
- Banco Central del Ecuador. (2016). *Evolución del Volumen de Crédito y Depósitos del Sistema Financiero Nacional* (No. 63). Quito - Ecuador. Recuperado 12 de junio de 2017, a partir de <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/IndiceSFN.htm>
- Banco Central del Ecuador. (2017). *Tasas de interés*. Recuperado a partir de <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>
- Banco de Machala. (2017). *Crédito Productivo Empresas/PYMES*. (2017). Ecuador. Recuperado 24 de julio de 2017, a partir de <https://www.bancomachala.com/banca-empresaspymes/cr%C3%A9ditos-empresaspymes/cr%C3%A9dito-productivo-empresaspymes/#tab-caracteristicas>
- Berger, A. Udell, G. (1998). *The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*. *Journal of Banking and Finance*, 22(6).

- Bernal Torres, C. A. (2010). *Metodología de la investigación*. Distrito Federal: Pearson Educación. Recuperado a partir de <http://public.ebib.com/choice/PublicFullRecord.aspx?p=4850147>
- Bolsa de Valores de Guayaquil. (2012). *Diccionario de Economía y Finanzas de la Bolsa de Valores de Guayaquil* (Cuarta, p. 73). Guayaquil: Bolsa de Valores de Guayaquil. Recuperado 28 de mayo de 2017, a partir de <http://noticiasbvg.com/wp-content/uploads/2015/08/diccionario.pdf>
- Bolsa de Valores de Quito. (2010). *Diccionario Bursátil* (Primera, p. 74). Quito: Don Bosco. Recuperado 28 de mayo de 2017, a partir de http://www.bolsadequito.info/uploads/promocion-y-capacitacion/publicaciones/diccionario-bursatil/120105141358-748c4f544d9b458e8e814dcba3c1a059_diccionario.pdf
- Bolsa de Valores de Quito. (2013). *Prospecto de Oferta Pública Segunda Emisión de Obligaciones RYC S.A.* Quito. Recuperado 23 de julio de 2017, a partir de: <http://www.bolsadequito.info/uploads/prosp/Q-Z/RYC/OBLIGACIONES/RYC%20OBL%202013.pdf>
- Bolsa de Valores de Quito. (2014). *Prospecto de Oferta Pública II Emisión de Obligaciones Centuriosa S.A.* Quito. Recuperado 23 de julio de 2017, a partir de: <http://www.bolsadequito.info/uploads/prosp/C-D/CENTURIOSA/OBLIGACIONES/CENTURIOSA%20OBL%202014.pdf>
- Bolsa de Valores de Quito. (2015). *Prospecto de Oferta Pública I Emisión de Obligaciones Motrac S.A.* Quito. Recuperado 23 de julio de 2017, a partir de: <http://www.bolsadequito.info/uploads/prosp/M-P/MOTRAC/OBLIGACIONES/MOTRAC%20OBL%202015.pdf>
- Bolsa de Valores de Quito. (2017). *Emisiones de Obligaciones*. Quito. Recuperado 27 de junio de 2017 a partir de <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-estadistica/>

- Bolsa de Valores de Quito. (2017). *Informe Bursátil mensual sobre las negociaciones a nivel nacional*. Quito. Recuperado a partir de <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-estadistica/>
- Bolsa de Valores de Quito. (2017). Informe Bursátil mensual sobre las negociaciones a nivel nacional. Quito. Recuperado 22 de junio de 2017, a partir de <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-estadistica/>
- Borrero Córdova, J. A. (2012). El proceso y los problemas de una emisión de títulos de valores en el Ecuador. Universidad San Francisco de Quito, Quito. Recuperado a partir de <http://repositorio.usfq.edu.ec/bitstream/23000/2245/1/104349.pdf>
- Brewer, E., y Genay, H. (1994). *Funding small businesses through SBIC program*. Banco de la Reserva Federal de Chicago.
- Briozzo, A., Vigier, H. (2012). *The effect of life cycles on diversification of financing sources for SMEs: Evidence from Argentina*. African Journal of Business Management, 6(3).
- Brull, H. R. (2007). *El mercado de capitales globalizado: al alcance de todos: instituciones y personas físicas que lo conforman, sus leyes reglamentos y un poco de historia*. Buenos Aires: Editorial Dunken.
- Castillo Sánchez, M. (2004). *Guía para la formulación de proyectos de investigación*. Bogotá (Colombia: Cooperativa Editorial Magisterio.
- Castro, M., y Romero, N. (2011). Cooperativas de crédito y banca ética, ¿un camino por explorar? CIRIEC - España. Recuperado 28 de mayo de 2017, a partir de http://www.ciriec-revistaeconomia.es/banco/7210_Castro_y_Romero.pdf
- Corporación Financiera Nacional. (2016). Educación Financiera. Recuperado 28 de mayo de 2017, a partir de <http://www.cfn.fin.ec/educacion-financiera-2/>

- Frank, M. Z., Goyal, V. K. (2003). *Testing the pecking order theory of capital structure*. *Journal of financial economics*, 67(2).
- Girón, A., Correa, E., y Rodríguez, P. (Eds.). (2010). *Banca pública, crisis financiera y desarrollo* (1. ed). México, D.F: Universidad Nacional Autónoma de México, Instituto de Investigaciones Económicas.
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., Baptista Lucio, M. (2010). *Metodología de la investigación* (Quinta ed.). México D.F., México: McGraw-Hill.
- Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. *Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros*. (2017). Recuperado 23 de julio de 2017, a partir de <https://www.juntamonetariafinanciera.gob.ec/PDF/Codificacion-Libro11.pdf?dl=0>
- Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. *Resolución 043-2015 (2015)*. Recuperado 21 de junio de 2017, a partir de <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/RegTasas043.pdf>
- Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera. (2014). *Código Orgánico Monetario y Financiero*. Recuperado 24 de Mayo de 2017, a partir de http://www.asambleanacional.gob.ec/es/system/files/ro_codigo_organico_monetario_y_financiero.pdf
- Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera. (2015). Resolución No. 133. Recuperado 28 de mayo de 2017, a partir de <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/resolucion133m.pdf>
- Lloyd, J.-D., Pérez Rosales, L. (Eds.). (2010). *Proyectos políticos, revueltas populares y represión oficial en México, 1821 - 1965* (1a ed). México, D.F: Universidad Iberoamericana.

- Ministerio Coordinador de la Producción, Empleo y Competitividad. (2011). *Reglamento al Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones*. Recuperado 25 Mayo de 2017, a partir de <http://inversion.produccion.gob.ec/wp-content/uploads/2016/04/3.-Reglamento-del-Codigo-Organico-de-la-Produccion-Comercio-e-Inversiones-COPCI.pdf>
- Miranda, D., y Valarezo, A. (2001). *Análisis de desempeño de las casas de valores que negociaron en la BVG y sus principales factores de sensibilidad*. Escuela Politécnica del Litoral, Guayaquil. Recuperado 28 de mayo de 2017, a partir de <http://www.dspace.espol.edu.ec/bitstream/123456789/3668/1/6195.pdf>
- Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of financial economics.
- Neira, S. (2016). *Inclusión financiera de las pymes en el Ecuador*. Chile. Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Recuperado a partir de http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40726/1/S1601059_es.pdf
- Orozco, M. (2015). *La empresa siente la restricción del crédito en Ecuador*. Recuperado 12 de junio de 2017, a partir de <http://www.elcomercio.com/actualidad/empresa-siente-restriccion-credito-ecuador.html>
- Rodríguez Moguel, E. A. (2005). *Metodología de la investigación: la creatividad, el rigor del estudio y la integridad son factores que transforman al estudiante en un profesional de éxito*. Villahermosa, Tab.: Universidad Juárez Autónoma de Tabasco.
- Senplades. (2013). *Buen vivir: II Plan Nacional 2013-2017: todo el mundo mejor* (Primera edición). Quito, Ecuador: Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo.

- Stiglitz, J. E., Weiss, A. (1981). *Credit rationing in markets with imperfect information*. *The American economic review*, 71(3).
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2012). *Anuario Estadístico Mercado de Valores*. Ecuador. Recuperado 21 de junio de 2017, a partir de <http://www.supercias.gob.ec/portalscvsv/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2014). *Resumen Ejecutivo Estadístico de Mercado de Valores*. Ecuador. Recuperado 21 de junio de 2017, a partir de <http://www.supercias.gob.ec/portalscvsv/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2015). Historia de la Bolsa de Valores Ecuatoriana. Recuperado 18 de mayo de 2017 de: <http://www.supercias.gob.ec/portalscvsv/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2015). *Portal de Información/Sector Societario*. Recuperado 22 de mayo de 2017, a partir de http://appscvsv.supercias.gob.ec/portallinformacion/sector_societario.zul
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2015). *Resumen Ejecutivo Estadístico de Mercado de Valores*. Ecuador. Recuperado 21 de junio de 2017, a partir de <http://www.supercias.gob.ec/portalscvsv/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2016). *Resumen Ejecutivo Estadístico de Mercado de Valores*. Ecuador. Recuperado 21 de junio de 2017, a partir de <http://www.supercias.gob.ec/portalscvsv/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2017). *Resumen Ejecutivo Estadístico de la Bolsa de Valores*. Quito. Recuperado 24 de Mayo de 2017, a partir <http://www.supercias.gob.ec/portalscvsv/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2017). *Resumen Ejecutivo Estadístico de Mercado de Valores* (No. 67). Ecuador.

Recuperado 21 de junio de 2017, a partir de
<http://www.supercias.gob.ec/portalscvs/>

Anexo 1: Estructura de Prospecto de Oferta Pública

1. Portada:

- a. Título: “PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA”, debidamente destacado.
- b. Razón social, y en caso de existir el nombre comercial del emisor, del estructurador, del colocador y de los promotores.
- c. Características de la emisión.
- d. Razón social de la calificadora de riesgo y la categoría de la calificación de la emisión.
- e. Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros que aprueba la emisión y el contenido del prospecto, autoriza la oferta pública y dispone su inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores; y, número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos o la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria que aprueba la emisión de obligaciones, de ser el caso.
- f. Cláusula de exclusión, según lo establece el artículo 15 de la Ley de Mercado de Valores.

2. Información general sobre el emisor:

- a. Razón social, y en caso de existir el nombre comercial del emisor.
- b. Número del R.U.C.
- c. Domicilio, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónico del emisor y de sus oficinas principales.
- d. Fechas de otorgamiento de la escritura pública de constitución e inscripción en el Registro Mercantil.
- e. Plazo de duración de la compañía.

- f. Objeto social.
- g. Capital suscrito, pagado y autorizado, de ser el caso.
- h. Número de acciones, valor nominal de cada una, clase y series.
- i. Nombres y apellidos de los principales accionistas propietarios de más del diez por ciento de las acciones representativas del capital suscrito de la compañía, con indicación del porcentaje de su respectiva participación.
- j. Cargo o función, nombres y apellidos del representante legal, de los administradores y de los directores, si los hubiere.
- k. Número de empleados, trabajadores y directivos de la compañía
- l. Organigrama de la empresa.
- m. Referencia de empresas vinculadas, de conformidad con lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores, en esta codificación, así como en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero y en sus normas complementarias, de ser el caso.
- n. Participación en el capital de otras sociedades.
- o. Gastos de la emisión: Un estado razonablemente detallado de las categorías más importantes de gastos incurridos en conexión con la emisión y distribución de los valores negociables a ser cotizados u ofrecidos, tales como pagos a la casa de valores, a las personas que hubieren efectuado la estructuración, calificadora de riesgo, representante de obligacionistas, inscripción en la (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Bolsa de Valores y cualquiera otra entidad) y publicidad. Estos datos deben indicarse a manera de montos totales y porcentaje del total de la emisión. Cuando alguna partida de gastos no sea conocida, la misma podrá ser estimada e identificada como tal.

3. Descripción del negocio del emisor:

- a. Descripción del entorno económico en que desarrolla sus actividades y el desempeño de la empresa, en el sector al que pertenece.
- b. Principales líneas de productos, servicios, negocios y actividades de la compañía.
- c. Descripción de las políticas de inversiones y de financiamiento, de los últimos tres años o desde su constitución, si su antigüedad fuere menor.
- d. Factores de riesgo asociados con la compañía, con el negocio y con la oferta pública que incluyan: desarrollo de la competencia, pérdidas operativas, tendencia de la industria, regulaciones gubernamentales y procedimientos legales.
- e. Se proporcionará una descripción sucinta de la estrategia de desarrollo del emisor en los últimos tres años, incluyendo actividades de investigación y desarrollo de los productos nuevos o mejoramiento de los ya existentes.

4. Características de la emisión:

- a. Fecha del acta de junta general de accionistas o de socios que haya resuelto la emisión.
- b. Monto y plazo de la emisión.
- c. Unidad monetaria en que se representa la emisión.
- d. Número y valor nominal de las obligaciones que comprenden cada serie.
- e. Obligaciones con la indicación respectiva de ser a la orden o al portador.
- f. Tasa de interés o rendimiento y forma de reajuste, de ser el caso.
- g. Forma de cálculo.

- h. Fecha a partir de la cual el tenedor de las obligaciones comienza a ganar intereses.
- i. Indicación de la presencia o no de cupones para el pago de intereses, en los valores. En caso de presencia de cupones, se deberá indicar su valor nominal o la forma de determinarlo; los plazos, tanto para el pago de la obligación como para el de sus intereses; y el número de serie.
- j. Forma de amortización y plazos, tanto para el pago de la obligación como para el de sus intereses.
- k. Razón social del agente pagador, dirección en la que se realizará el pago e indicación de la modalidad de pago.
- l. Detalle de los activos libres de todo gravamen con su respectivo valor en libros, si la emisión está amparada solamente con garantía general; y además, si está respaldada con garantía específica, ésta deberá describirse; en caso de consistir en un fideicomiso mercantil deberá incorporarse el nombre de la fiduciaria, del fideicomiso y el detalle de los activos que integran el patrimonio autónomo, cuyo contrato de constitución y reformas, de haberlas, deben incorporarse íntegramente al prospecto de oferta pública.
- m. Tratándose de emisiones convertibles en acciones se deberá especificar los términos en que se realizará la conversión.
- n. Denominación o razón social del representante de los obligacionistas, dirección domiciliaria y casilla postal, número de teléfonos, número de fax, página web y dirección de correo electrónico, si lo hubiere.
- o. Resumen del convenio de representación.
- p. Declaración juramentada del representante de los obligacionistas, de no estar incurso en las prohibiciones del artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores.

q. Descripción del sistema de colocación, con indicación del responsable y del asesor de la emisión.

r. Resumen del contrato de underwriting, de existir.

s. Procedimiento de rescates anticipados.

t. Destino detallado y descriptivo del uso de los recursos provenientes de la colocación de la emisión de obligaciones.

u. Informe completo de la calificación de riesgo. La fecha del Informe de calificación de riesgo tendrá un plazo máximo de 30 días de vigencia para la presentación de la solicitud de autorización del trámite de oferta pública.

5. Información económico - financiera del emisor:

a. Se proporcionará la siguiente información financiera comparativa de los últimos tres ejercicios económicos, o desde su constitución si su antigüedad fuere menor y con una vigencia de un mes anterior a la fecha de presentación del trámite a la institución. Si el emisor presentare la información financiera para el trámite de aprobación dentro de los primeros quince días del mes, será necesario únicamente que el corte de dicha información tenga como base el último día del mes considerando dos meses inmediatamente anteriores; pero, si la información financiera fuere presentada a partir del primer día hábil luego de transcurridos los primeros quince días del mes, la obligatoriedad en el corte de dicha información tendrá como base el último día del mes inmediatamente anterior:

b. Los estados financieros auditados con las notas.

c. Análisis horizontal y vertical de los estados financieros señalados anteriormente y, al menos los siguientes indicadores:

1. Liquidez.

2. Razón corriente:

- a. Rotación de cuentas por cobrar.
 - b. Endeudamiento.
 - c. Rentabilidad.
 - d. Margen de utilidad sobre ventas.
- 3. Utilidad por acción.
 - 4. Volumen de ventas en unidades físicas y monetarias.
 - 5. Costos fijos y variables.
 - 6. Detalle de las principales inversiones.
 - 7. Detalle de las contingencias en las cuales el emisor sea garante o fiador de obligaciones de terceros, con la indicación del deudor y el tipo de vinculación, de ser el caso. En el caso de instituciones sujetas al control de la Superintendencia de Bancos o de la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria, se presentarán los indicadores que éstas hayan establecido.
- d. Estado de resultados, estado de flujo de efectivo, y de flujo de caja trimestrales proyectados, al menos, para el plazo de la vigencia de la emisión. En el caso de instituciones sujetas al control de la Superintendencia de Bancos o de la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria, se presentarán los indicadores que ésta haya establecido.
 - e. Opinión emitida por la compañía auditora externa con respecto a la presentación, revelación y bases de reconocimiento como activos en los Estados Financieros de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.
 - f. Descripción de los principales activos productivos e improductivos existentes a la fecha, con indicación de las inversiones, adquisiciones

y enajenaciones de importancia, realizadas en el último ejercicio económico.

6. Declaración juramentada del representante legal de la compañía emisora, en la que conste que la información contenida en el prospecto de oferta pública es fidedigna, real y completa; y que será penal y civilmente responsable, por cualquier falsedad u omisión contenida en ella.

7. Declaración bajo juramento otorgada ante Notario Público por el representante legal del emisor en la que detalle los activos libres de gravámenes.

Anexo 2: Preguntas de entrevista a la empresa Motrac S.A.



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

Entrevista con el Sr. Humberto Heras con el fin de recopilar información primaria para la realización del trabajo de tesis.

Objetivo: Describir la emisión de obligaciones por parte de la compañía Motrac S.A en el año 2015

- ¿Qué razones motivaron a la empresa realizar la emisión de obligaciones en el mercado bursátil?
- ¿Por qué no optaron por utilizar una línea de crédito de un banco comercial como fuente de financiamiento?
- ¿Cuáles han sido los desafíos más difíciles en el momento de la emisión de obligaciones?
- ¿Qué opinión tiene acerca de los requerimientos establecidos para realizar una emisión de obligaciones?
- En materia de costos financieros: ¿Cuál es su opinión relacionada a los costos establecidos por la banca y los costos de una emisión de obligaciones?
- ¿Cuáles han sido los incentivos tributarios para realizar una emisión?
- ¿Cuál cree usted que ha sido el nivel de aceptación de la emisión y cuánto tiempo tomo en vender todas las obligaciones ofertados?
- De los fondos captados mediante la emisión de títulos ¿Cuál ha sido el destino de estos fondos?
- ¿Qué tipo de garantía la empresa tomo en consideración para respaldar la emisión de los títulos negociados?
- ¿Por concepto de pago de intereses, cuál ha sido la experiencia por parte de las personas que han adquirido las obligaciones de Motrac?
- ¿Usted cree que la empresa vaya a realizar futuras emisiones en el mercado local?

Nota: la información otorgada en la entrevista va a ser de uso exclusivo para la realización del trabajo de investigación y no va a ser usada por terceros.

Anexo 3: Contrato de emisión de obligaciones

De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, el contrato de escritura pública para la emisión de obligaciones debe contener la siguiente información:

- a) Nombre y domicilio del emisor, fecha de la escritura de constitución de la compañía emisora y fecha de inscripción en el Registro Mercantil, donde se inscribió;
- b) Términos y condiciones de la emisión, monto, unidad monetaria en que ésta se exprese, rendimiento, plazo, garantías, sistemas de amortización, sistemas de sorteos y rescates, lugar y fecha de pago, series de los títulos, destino detallado y descriptivo de los fondos a captar;
- c) Indicación de la garantía específica de la obligación y su constitución, si la hubiere;
- d) En caso de estar representada en títulos, la indicación de ser a la orden o al portador;
- e) Procedimientos de rescates anticipados, los que sólo podrán efectuarse por sorteos u otros mecanismos que garanticen un tratamiento equitativo para todos los tenedores de obligaciones;
- f) Limitaciones del endeudamiento a que se sujetará la compañía emisora;
- g) Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones a que se sujetará el emisor mientras esté vigente la emisión, en defensa de los intereses de los tenedores de obligaciones, particularmente respecto a las informaciones que deben proporcionarles en este período; al establecimiento de otros resguardos en favor de los obligacionistas; al mantenimiento, sustitución o renovación de activos o garantías; facultades de fiscalización otorgadas a estos acreedores y a sus representantes;
- h) Objeto de la emisión de obligaciones;

- i) Procedimiento de elección, reemplazo, remoción, derechos, deberes y, responsabilidades de los representantes de los tenedores de obligaciones y normas relativas al funcionamiento de las asambleas de los obligacionistas;
- j) Indicación del representante de obligacionistas y determinación de su remuneración;
- k) Indicación del agente pagador y del lugar de pago de la obligación y, determinación de su remuneración;
- l) El trámite de solución de controversias que, en caso de ser judicial será en la vía verbal sumaria. Si, por el contrario, se ha estipulado la solución arbitral, deberá constar la correspondiente cláusula compromisoria conforme a la Ley de Arbitraje y Mediación; y,
- m) Contrato de underwriting, si lo hubiere.

Anexo 4: Preguntas de entrevista al experto en mercado de valores



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

Entrevista al Ingeniero Carlos Murillo, experto en mercado de valores, para recopilar información primaria para el del trabajo de titulación.

Objetivo: Describir la situación actual de las Pymes del segmento comercial en relación al mercado bursátil ecuatoriano

- ¿Cómo la Intendencia de Mercado de Valores participa en el desenvolvimiento del Mercado Bursátil Ecuatoriano?
- ¿Cómo considera la participación de las PYMES en el mercado bursátil con respecto a la economía local?
- Del sector Pyme, ¿qué sector ha sido más propenso en emitir títulos? (comercial, industrial/productivo, artesanal, servicios entre otros)
- De las pymes que han realizado emisiones a través del mercado bursátil, ¿qué tipo de título han decidido emitir (renta variable, fija, papel comercial, titularización de activos)?
- ¿Qué tipos de garantías necesita el emisor para proteger la emisión de documentos? Por favor mencionar qué tipo de activos pueden ser considerados garantías.
- Por concepto de costos, ¿cuáles son las tasas que el emisor debe de pagar a los entes reguladores como la Superintendencia de Compañías y el Decevale?
- ¿Qué beneficios o ventajas tienen las PYMES al emitir sus valores en el mercado de valores en lugar de usar el préstamo bancario?
- ¿Cómo ven la realidad de la emisión de obligaciones para el segmento comercial PYMES?
- ¿Cuáles son las perspectivas futuras para este tipo de empresas?

Nota: la información otorgada en la entrevista va a ser de uso exclusivo para la realización del trabajo de investigación y no va a ser usada por terceros.

Anexo 5: Carta de consentimiento de entrevista realizada



Carta de Consentimiento Informado para Participantes de la Entrevista

Trabajo de Titulación “El Mercado Bursátil en Ecuador como fuente de financiamiento de las PYMES del Sector Comercial de Guayaquil”

Yo, **Elice David Coto Ronquillo – Juan Carlos Calderón Aguilera**, a través de la Universidad Católica Santiago de Guayaquil, estamos desarrollando una investigación de trabajo de titulación que busca caracterizar el entorno relacionado al mercado de valores local.

Si usted está de acuerdo en participar en este estudio, queremos invitarlo a que conteste este cuestionario que tiene una aplicación de alrededor de 25 minutos. En el mismo vamos a preguntarle algunos datos sociodemográficos, posteriormente preguntaremos asuntos relacionados al tema de investigación tales como su opinión acerca del desenvolvimiento del mercado de valores. Por ende, queremos saber su disposición a participar en algunas acciones dirigidas al cuidado del mismo.

Su participación en el estudio tiene un riesgo mínimo. Algunas preguntas pueden causarle cierta incomodidad, por lo que puede negarse a responderlas. Usted decide cuáles preguntas contesta y cuáles no.

A través de este documento, yo, **Mauricio Murillo Matamoros**, persona experta en el tema relacionado al Mercado de Valores Ecuatoriano, declaro estar informado y consentir en que mis respuestas puedan ser usadas para fines exclusivos del presente trabajo bajo la ética científica.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Mauricio Murillo Matamoros', written over a horizontal line.

Firma: Econ. Mauricio Murillo Matamoros

DECLARACIÓN Y AUTORIZACIÓN

Yo, **Calderón Aguilera Juan Carlos** con C.C: # **0930422001** autor/a del trabajo de titulación: **El Mercado Bursátil en Ecuador como fuente de financiamiento de las PYMES del Sector Comercial de Guayaquil** previo a la obtención del título de **Ingeniero en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe** 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 titulación 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 titulación, con el propósito de generar un repositorio que democratice la información, respetando las políticas de propiedad intelectual vigentes.

Guayaquil, 28 de agosto de 2017

f.  _____

Nombre: **Calderón Aguilera Juan Carlos**

C.C: **0930422001**

DECLARACIÓN Y AUTORIZACIÓN

Yo, **Coto Ronquillo Elice David** con C.C: # **0930288170** autor/a del trabajo de titulación: **El Mercado Bursátil en Ecuador como fuente de financiamiento de las PYMES del Sector Comercial de Guayaquil** previo a la obtención del título de **Ingeniero en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe** 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 titulación 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 titulación, con el propósito de generar un repositorio que democratice la información, respetando las políticas de propiedad intelectual vigentes.

Guayaquil, 28 de agosto de 2017



f. _____

Nombre: **Coto Ronquillo Elice David**

C.C: **0930288170**

REPOSITARIO NACIONAL EN CIENCIA Y TECNOLOGÍA

FICHA DE REGISTRO DE TESIS/TRABAJO DE TITULACIÓN

TEMA Y SUBTEMA:	El Mercado Bursátil en Ecuador como fuente de financiamiento de las PYMES del Sector Comercial de Guayaquil		
AUTOR(ES)	Juan Carlos, Calderón Aguilera; Elice David, Coto Ronquillo		
REVISOR(ES)/TUTOR(ES)	Ing. Garzón Jiménez, Luis Renato, Mgs.		
INSTITUCIÓN:	Universidad Católica de Santiago de Guayaquil		
FACULTAD:	Facultad de Especialidades Empresariales		
CARRERA:	Comercio y Finanzas Internacionales		
TÍTULO OBTENIDO:	Ingeniería en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe		
FECHA DE PUBLICACIÓN:	28 de agosto de 2017	No. PÁGINAS:	89
ÁREAS TEMÁTICAS:	PYMES comerciales, Finanzas, Inversiones		
PALABRAS CLAVES/ KEYWORDS:	Mercado de valores, pequeñas y medianas empresas, emisión de obligaciones, crédito bancario, sector comercial, prospecto.		
RESUMEN/ABSTRACT (150-250 palabras):			
<p>El presente trabajo de investigación tiene como objeto demostrar los beneficios que ofrece el mercado bursátil ecuatoriano destinado a las pequeñas y medianas empresas comerciales ubicadas en la ciudad de Guayaquil. Se realizó una comparación entre el método tradicional de financiamiento bancario y la emisión de títulos de renta fija. Para el trabajo se desarrollaron entrevistas a expertos como fuente de información primaria, y se consideraron datos históricos del mercado de valores y crediticio como fuentes de información secundarias. Asimismo, se describió el funcionamiento del mercado de valores incluyendo sus requerimientos, en el cual se tiene como alternativa para las PYMES comerciales, la emisión de títulos en el Registro Especial Bursátil; además se detallaron los requisitos necesarios para que instituciones bancarias otorguen un crédito comercial a este tipo de empresas. El trabajo de investigación tiene como entregable el análisis de una emisión de obligaciones la cual incurre en menores costos financieros en comparación con un crédito bancario. Adicionalmente, en relación al análisis comparativo, se consideraron los plazos definidos para cancelar la deuda, pagos de intereses y garantías requeridas.</p>			
ADJUNTO PDF:	<input checked="" type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	
CONTACTO CON AUTOR/ES:	Teléfono: +593-995777755; +593-997708818	E-mail: jcca261094@gmail.com ; daviddcotoo@hotmail.com	
CONTACTO CON LA INSTITUCIÓN (COORDINADOR DEL PROCESO UTE)::	Nombre: Econ. Coello Cazar, David, M.B.A		
	Teléfono: +593-4-2206950 ext: 5129 - 5032		
	E-mail: david.coello@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):			