



ANÁLISIS DE COSTOS FINANCIEROS, BENEFICIOS Y DESVENTAJAS, DEL REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL- REB PARA LAS PYMES.

Jorge Coca Benítez
Dolores Ortíz Guevara
Merle Iglesias Mora
Felix Rosales Quiñonez

PRIMERA EDICIÓN

ANÁLISIS DE COSTOS FINANCIEROS, BENEFICIOS Y DESVENTAJAS, DEL REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL- REB PARA LAS PYMES.

Jorge Coca Benítez
Dolores Ortíz Guevara
Merle Iglesias Mora
Felix Rosales Quiñonez

Cuantificación de metales pesados en papel:
Gestión de desechos en la Ciudad
de Guayaquil

Primera edición, Noviembre 2016

Autores.

Jorge Coca Benítez
Dolores Ortíz Guevara
Merle Iglesias Mora
Felix Rosales Quiñonez

Libro sometido a revisión de pares académicos.



Edición
Diagramación
Diseño
Publicación

Indice

ANÁLISIS HISTÓRICO	8
RESULTADOS	32
COSTOS DE EMISIÓN PARA	46
OBLIGACIONES EN ECUADOR	46
BIBLIOGRAFÍA	60

Agradecimiento

Sin dudar, a mi bella Madre (MABM), siempre linda, cariñosa, atenta y orgullosa de su hijo, como yo estoy de ella, a mi Padre que desde un lugar bello, me cuidaba en cada paso de mi vida, a mi hermosa Esposa por su complacencia y apoyo, al amor de mi vida mi Hijo Jorge Andrés Coca Mosquera, por él y para él, a mis hermanos mayores, que son y serán el ejemplo a seguir, amigos y primos que se los quiere mucho. Que este primer objetivo conseguido, sirva de ejemplo para mis sobrinos y amigos.

PRÓLOGO

En la actualidad los mercados financieros y de capitales no siempre logran asignar los recursos con una máxima eficiencia social y productiva, de tal forma que la arquitectura financiera de cada país determina en gran medida, la eficiencia de estos mecanismos.

En las últimas décadas la figura de las PYMES y su rol ha ido tomando fuerza como punto importante del desarrollo en las economías, sobre todo en aquellas emergentes. El Mercado de Valores es y ha sido una herramienta para el desarrollo de este sector a través de créditos minoritarios canalizados por las Bolsas de Valores.

Este análisis indican que los inversionistas enfrentan un alto grado de Riesgo de inversión al momento de adquirir títulos (obligaciones), de Empresas PYMES, muy a pesar, de que estas presenten calificaciones de riesgos como es el caso de AA y A+, ya que las mismas deben ser analizadas cada año.

Por lo tanto este libro hace una comparación de los costos financieros que enfrentan las PYMES en nuestro país con el objetivo de emprender y crear empleos para los ecuatorianos está basado en estadísticas que se pueden comparar con los organismos oficiales y privados que investigan la economía

CAPÍTULO I

ANÁLISIS HISTÓRICO

La primera Bolsa de Valores surgió en Amberes, Bélgica, a mediados del siglo XV, extendiéndose posteriormente a Ámsterdam. Estas instituciones surgieron con el fin de ubicar en un solo sitio a los comerciantes que llegaban de distintas regiones a intercambiar sus mercaderías para poder ejercer un control más efectivo sobre ellos. Con la evolución de la economía se empezaron a transar contratos representativos de las mercancías (títulos valores) sin que se tengan que llevar físicamente los productos.

Precisamente en Ámsterdam la Compañía de las indias Orientales fundó la bolsa a inicios del siglo XVII con el objeto de obtener financiamiento para sus viajes en los que importaba diversas mercancías de Asia. En la Bolsa de

En 1726 se funda la bolsa de Nueva York, NYSE, conocida también con el nombre de la calle en donde está ubicada. Wall Street. En 1865 ya había alcanzado 500 emisiones en bolsa, en el año 1900 había duplicado esa cifra alcanzado las 1.000 y para 1929 alcanzaron las 6.500. En 1886 el periódico The Wall Street Journal creó el primer índice accionario, el Dow Jones, compuesto por una canasta de acciones de diferentes sectores de la economía americana que cotizan en la bolsa de NY. El índice Dow Jones es uno de los indicadores más utilizados por los inversionistas estadounidenses al momento de la

toma de sus decisiones además de ser considerado un termómetro de la economía.

A medida que los principales bancos y compañías comerciales e industriales empezaron a cotizar en la bolsa de NY, y sobre todo por el impulso que para el aparato productivo norteamericano significaron los años de la Primera Guerra Mundial en los que los EEUU se erigió como una de las potencias mundiales, Wall Street se fue convirtiendo paulatinamente en el centro financiero internacional más importante del mundo.

Sin embargo, el frenesí por las inversiones en Bolsa fue provocando mayor especulación entre los agentes del mercado. Durante los años veinte (denominados “roaring twenties”) se vivió un gran auge bursátil, con precios de acciones que subían aceleradamente generando enormes ganancias para los inversionistas. Incluso llegaban a solicitar préstamos bancarios para comprar acciones, luego, al venderlas posteriormente a un precio mucho mayor obtenían suficiente dinero para pagar los intereses del préstamo. Esta gran especulación, que se dio en casi toda la década, terminó en el famoso “jueves negro” de octubre 24 de 1929, que procedió al gran crack de la bolsa neoyorkina el 29 de octubre del mismo año en que más de 16 millones de acciones se negociaron con precios a la baja, récord que no sería superado sino hasta después de 39 años. El resultado de este crack fue la gran depresión de los años 30, misma que se expandió a nivel mundial, actuando como un lastre para la economía de los países que se sumieron en una profunda recesión económica. Esto demuestra

claramente la relación existente entre la actividad económica y la bursátil.

No fue sino hasta 1949 que el mercado resurgió, manteniendo desde esa fecha una espiral creciente, con muy pequeños descensos provocados por la guerra de Corea en 1950, por el ataque cardíaco del presidente Eisenhower en 1955 y recientemente por el ataque terrorista a Nueva York el 11 de septiembre del 2001, en la que se tuvo que suspender las sesiones de bolsa por varios días. Actualmente existen más de 2.500 empresas americanas y 2.700 compañías extranjeras cotizando en Wall Streer y el promedio diario de transacciones supera los 350 millones de acciones.

En la actualidad desde el año 2000 surge Euronex con la fusión de la Bourse de París, Bolsa de Ámsterdam y Bolsa de Bruselas a las que posteriormente se unieron otras bolsas europeas. En el 2007 la Bolsa de Londres y la Bolsa Italiana lograron un acuerdo de integración creando un mercado de acciones denominado London Stock Exchange Group. Esta entidad realizó posteriormente un joint venture con la Bolsa de Tokio.

En el mismo año se fusionaron Euronex y la Bolsa de NY dando como resultado el mayor partcipe de los mercados de capitales a nivel mundial: NYSE Euronex.

Recientemente se integraron los mercados de renta variable de Chile, Colombia y Perú generando el MILA, Mercado Integrado Latinoamericano.

Mientras esto sucedía en el mundo en el Ecuador el primer intento por crear una bolsa de valores se dio en la Ciudad de Guayaquil en 1847 llevado por la euforia que por eso años se sentía en todo el mundo con respecto a levantar capitales y crear empresas, y siguiendo el ejemplo de la más conocida bolsa de esa época que era la de Londres. No obstante, esta Bolsa tuvo una vida muy corta y desapareció después de unos cuantos meses.

Posteriormente, con el boom de exportaciones que experimentó el Ecuador en la década de 1870 al ser principal productor y exportador de cacao, los comerciantes se dieron cuenta que tenían suficiente capital como para establecer una Bolsa y lo hacen en 1873. La Institución tuvo el nombre de Bolsa Mercantil de Guayaquil y se ubicó en lo que hoy es el Malecón Simón Bolívar, muy cerca de la Gobernación.

Esta fue una bolsa muy dinámica, en la que cotizaban alrededor de 20 empresas y tenían 2 horarios de atención en la mañana y en la tarde. Entre las empresas cotizantes se encontraban los principales bancos de ese entonces. Banco de Crédito Hipotecario, Banco del Ecuador, Banco Comercial Agrícola, entre otros.

A pesar del gran dinamismo de esta Bolsa, extrañamente cierra sus puertas a inicios del siglo XX. Se supone que se debió a la inestabilidad económica y política que Ecuador vivió en esos años. Los creadores de esta Bolsa fueron los señores: Rodolfo Coronel, Leonardo Stagg, Miguel Seminario, Eduardo Arosemena Merino, Gabriel Obarrio y Clímaco Gómez.

El primer intento en el siglo XX por crear una bolsa de valores fue alrededor de los años 30 y fracasó debido a que el país no estaba listo

ni gozaba de la estabilidad necesaria como para hacer frente a una empresa de esta naturaleza. Luego en el año 1969, por una iniciativa de la CFN, se promovió la apertura de dos Bolsas: una en Quito y otra en Guayaquil. A pesar del esfuerzo desplegado para la venta de acciones en Guayaquil, la propuesta no tuvo la misma acogida que en Quito, ciudad en donde los agentes de bolsa compraron un paquete mayoritario de acciones, razón por la cual la CFN se convirtió a la postre en la propietaria del 77% de las acciones de la Bolsa de Valores de Guayaquil, hasta que en 1992 puede venderlas al sector privado.

Finalmente el 02 de septiembre de 1970 se realizó la primera rueda de negociaciones en la BVG. En el primer año de funcionamiento se negoció un total de 108.278.659 sucres. De ese modo, el 45.7% correspondió a Cédulas Hipotecarias, 38.3% a Bonos del Estado, el 12.5% a otros títulos y tan sólo el 3.5% a Acciones. A partir de ese entonces, la institución ha tenido que atravesar un largo trecho, que no siempre ha sido fácil.

Para entrar en mayor detalle, es necesario primero echar un vistazo a la experiencia internacional en cuanto a financiamiento para PYMES a través del Mercado de Valores se refiere. Tanto en los mercados nacionales como internacionales las pequeñas empresas no tienen el espacio ni tampoco la confianza suficiente por parte del sector de la demanda de colocación de capitales y de las instituciones de control para despuntar apropiadamente. Nos remontamos a 1925 refiriéndome a la “Gran Depresión”. Como antecedente necesario en la revisión de la experiencia internacional, cuando los estadounidenses apostaron

al juego de la ruleta con el abuso de las herramientas del Mercado de Valores. Es pertinente mencionar este particular ya que, sienta un gran precedente en relación a los mercados contemporáneos. Desde épocas remotas los inversionistas apostaron por la volatilidad y la especulación. Las respuestas rápidas y el juego de la ruleta en las acciones. Por otro lado, es necesario realizar una simple comparación con la actualidad sencillamente porque el escenario actual parece no alejarse de los acontecimientos de los años 30s en Estados Unidos. Si bien ahora se evita la especulación a través de la expedición de leyes más rígidas, los inversionistas siguen creyendo en respuestas rápidas y apuestan a la especulación. Seguramente a partir de la crisis de hipotecas sub-prime entre 2008 y 2009 se confirma dicha afirmación. Esto se traduce en invertir de manera no metódica sino, de manera empírica, lo que de ninguna manera beneficia a una PYME y tampoco a una economía, es por esto que la cultura bursátil de los inversionistas afecta al desarrollo de este sector y no cumple su rol fundamental mencionado en el anterior capítulo. Por su lado los organismos internacionales relacionados al Mercado de Valores como la Organización Internacional de Consejos de Valores (IOSCO), el Consejo de Reguladores de Valores de las Américas (COSRA) y la Securities and Exchange Commission (SEC) por sus siglas en inglés, tuvieron directa injerencia en la aplicación de políticas homogéneas equívocas en los años 90s a través del conocido “Consenso de Washington”, que no responde a las diversas necesidades específicas de los mercados en los diferentes países.

Podemos decir entonces que, el problema va más allá y se convierte

más bien en una complicación estructural en todos los mercados internacionales; pero sobre todo en aquellos países menos desarrollados. A esta realidad se suma que, las PYMES no apuestan por el Mercado de Valores debido al desconocimiento y la confianza en las fuentes tradicionales de financiamiento como es el caso de los bancos y las fuentes particulares de ahorro.

Los mercados extranjeros buscan que el sector PYME, despunte a través de este instrumento, en ocasiones esto se ha logrado pero en la mayoría de los casos no se puede decir lo mismo. En la experiencia de mercados maduros como Estados Unidos y Europa, las PYMES son beneficiarias del flujo de capital como socios o accionistas de los Venture Capitalists. Estos recursos aportados por las entidades de capital de riesgo pueden llegar a ser vitales para emprendedores y PYMES, aunque en Europa la forma más común de participar de los agentes de capital de riesgo es a través de proyectos de expansión y cambios en el accionario de las compañías (Ortigueira, 2004). Estados Unidos tiene, sin duda, la industria más grande de capital de riesgo del mundo, esta podría ser una luz en el caso ecuatoriano. Algunos economistas opinan que esta es la razón por la cual la mayoría de firmas innovadoras ha prosperado allí (The Economist, Bishop, M, 2010). Sin embargo, la inversión en PYMES es todavía limitada debido a la baja información, así como la percepción de alto riesgo, entre otros factores ya mencionados.

La reducida participación de las PYMES en el sistema financiero justifica el accionar de los gobiernos para implementar medidas

orientadas a mejorar su acceso al crédito. Según (Carbó, 2007) el sistema financiero constituye un pilar fundamental en el crecimiento económico de cualquier país; la evidencia de la última crisis financiera soportada por Estados Unidos, que impactó los mercados financieros a nivel mundial, pone de manifiesto una vez más la importancia de la actividad financiera y la influencia en el entorno.

Las fuentes tradicionales de financiamiento son las preferidas por los establecimientos ecuatorianos, entre ellos los bancos, las cooperativas de ahorro y crédito y otras fuentes. En el caso de los mercados financieros y de capitales no siempre logran asignar los recursos con una máxima eficiencia social y productiva, de tal forma que la arquitectura financiera de cada país determina en gran medida, la eficiencia de estos mecanismos. A menudo se presentan externalidades negativas o fallas de mercado principalmente en relación con los negocios pequeños y con las actividades empresariales emergentes (FLACSO - MIPRO, Granda, M, 2012). Los países no pueden crecer sin capital. Los mercados contribuyen a repartir los recursos, garantizando que se distribuyan, lo cual es especialmente importante cuando son escasos. Cada país debe saber, en cada momento, cuál es la combinación adecuada de estado y mercado (Stiglitz, 2006).

Este mercado busca que los ahorristas tengan el mayor rendimiento, en las mejores condiciones de un combinado de seguridad y liquidez, adecuadas, según las conveniencias de cada posible comprador, en diferentes circunstancias, en el caso de los captadores de fondos,

ellos aspiran al menor costo posible, en función de sus conveniencias de plazo y/o de posibles afectaciones a sus conveniencias de control y gobernabilidad de su negocio, al mercado, a más de pedirle la mayor eficiencia posible en ese sentido, se le debe exigir transparencia, de lo social se debe ocupar directamente el estado, a través de sus propias políticas sociales, que puede incluir crédito de desarrollo o promoción financiera de proyectos sociales, a través de las entidades financieras públicas lo productivo se logra, indirectamente a través de la política de estabilización y de medidas que generen el mejor ambiente empresarial posible y eventualmente, a través de acciones directas de apoyo al mejoramiento productivo. También puede ayudar medidas de desburocratización y disminución de trámites oficiales, la reducción de impuestos a la producción es otro factor a considerar, no cabe pensar en fijar techos a las tasas de rendimiento de papeles en el mercado, ellos deben ser efecto de los riesgos que perciban los agentes compradores, si de estimular a sectores productivos en desventaja se trata, el mecanismo gubernamental es, nuevamente, la llamada banca de desarrollo, que es parte del estado, en el Ecuador, la CFN y el BNF.

En nuestro País, el BCE del Ecuador se convirtió en un Ente de Estudios Técnicos y Control de Transferencias y Dinero Electrónico, caso muy distinto en Chile, ya que el BCE es el que otorga los préstamos a este sector.

El 22 de marzo de 1884 el Congreso ecuatoriano decretó el nacimiento de su moneda, el sucre. El 9 de setiembre de 2000, el gobierno de Gustavo Noboa decretó su muerte. En algo más de 116 años, la

historia del sucre refleja, en buena medida, la historia del Ecuador: accidentada, repleta de altibajos, y al final con un cierre de capítulo francamente triste. El País al momento de adherirse completamente al sistema de dolarización, el BCE deja de ejercer su mayor función como política pública, por lo que lo lleva a una reestructuración de sus áreas y funciones, en los actuales momentos es un Ente de Control de Procesos económicos, pionero en tecnología cruzada con Entidades Públicas y Privadas y líder del Proyecto de Dinero Electrónico.

El MILA es un antecedente importante e histórico en la revisión de la experiencia internacional, pues converge con la presente investigación, el cual puede ofrecer luces para el caso ecuatoriano empezando por la unión de las dos bolsas del país. La experiencia internacional de Mercados de Valores sugiere que, existen las mismas barreras de entrada para PYMES. Entre ellas, la falta de transparencia, la falta de información, los engorrosos procesos de oferta pública, la percepción de alto riesgo, etc. Definitivamente se demuestra que las alternativas de financiamiento para PYMES están presentes no obstante, son desaprovechadas, subutilizadas u olvidadas y por supuesto existe una notable desinformación. Entre ellas destacan; El mercado REVNI, La factura comercial y las Titularizaciones sindicadas. Las pocas iniciativas identificadas en el contexto internacional de carácter directo e indirecto son prometedoras de cara al futuro. Se puede emular aquellas iniciativas que hayan brindado una experiencia positiva en los mercados internacionales como el caso de Brasil a través de los Venture Capitalists. Los mercados maduros como los

Estados Unidos, Europa, Asia e incluso Brasil este último a través de programa Financiadora de Estudios y Proyectos (FINEP) presentan mayor dinamización del Mercado de Valores, con alternativas para PYMES como los Venture Capitalists que pueden proveer crédito a empresas innovadoras de reciente creación. Esta alternativa podría ser perfectamente adaptada al entorno ecuatoriano.

El mercado REVNI sigue siendo insuficiente. Aunque representa una alternativa atractiva para las PYMES debido a que las exigencias son relativamente menores que un proceso formal. El mercado REVNI similar al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) de España, es sin duda, el más aceptado y difundido en las PYMES ecuatorianas. Se lo debe impulsar desde otra perspectiva que resulte más llamativa para empresas e inversionistas.

El REVNI, en el Ecuador, es un mecanismo establecido y autorregulado por las Bolsas de Valores por el cual las empresas que no se encuentran inscritas en el registro de mercado de valores ni en Bolsa, pueden anotar valores en un registro especial con la finalidad de cotizar sus valores de manera ocasional o periódica.

Para obtener la autorización de anotación en el Registro de Valores no Inscritos (Revni), se deberá presentar una solicitud suscrita por el representante legal del emisor de los valores dirigido a la Presidencia Ejecutiva o a la Dirección General, según corresponda, para que inicie el trámite de anotación en la Bolsa de Valores, receptora de la solicitud.

Las PYMES como oportunidad en el mercado de valores ecuatoriano se distingue una vez puntualizado los instrumentos que tienen las PYMES para entrar en el Mercado de Valores, es el turno de identificar esas oportunidades en torno a dichos instrumentos. El Ecuador requiere desarrollar alternativas viables dentro de los mercados de valores que proporcionen a las PYMES, capital para crecer, así como una salida del círculo vicioso que presenta la insolvencia continua de créditos a corto plazo (Tesis EPN Andrade y Calera, 2006). Ahora invertimos la posición y esas herramientas se transformarán en alternativas de financiamiento a través del Mercado de Valores para PYMES. Se puede entender que de acuerdo a lo revisado, las PYMES tienen una serie de instrumentos pero que no necesariamente son utilizados y empatan con su necesidad. En ese sentido, los procesos de titularización son grandes alternativas para las PYMES. Por otro lado, el Mercado de Aclimatación Bursátil REVNI que acoge principalmente a PYMES, no ha logrado un desempeño óptimo dentro de este sector y su participación es mínima. En este punto el instrumento preferido es la anotación de pagarés. El cual ya ha sido utilizado en la Bolsa de Valores de Quito y en la Bolsa de Valores de Guayaquil, en el primero a través del programa Mipyme Bursátil. Según la BVQ, esta iniciativa directa se ajusta a las exigencias de transparentar información, pero existen y son de alta calidad técnica y suficiente, en cantidad como para generar esa confianza en el mercado, por ello se ajusta más aquellas empresas que tengan un grado de formalidad y experiencia empresarial. Las empresas tienen mecanismos para mostrar de manera transparente información completa y suficiente para la toma

de decisiones. De acuerdo a la BVQ hasta 2010 se ha dado 19 capacitaciones del programa MiPyme Bursátil. Aunque el desarrollo del programa aún presenta limitaciones debido a las exigencias del BIESS relacionadas a la calificación de riesgo AAA

El mercado REVNI es un caso especial por motivo de este estudio ya que ha tenido su participación especialmente en las PYMES. No obstante, el mayor actor de estas rondas especiales en 2010 fue el Ministerio de Finanzas y compañías como el grupo TV Cable que en 2010 facturó USD miles 45.025 o Suratel que en el mismo período facturó USD miles 44.853 (Revista Gestión, 2011), entre otras que se repite el caso. Las demás empresas de la lista poseen figuras jurídicas tales como sociedades anónimas y compañías limitadas, por ejemplo entre 2009 y 2010 la proporción fue de 42% PYMES beneficiadas, mientras que el restante 58% perteneció a un sector que no fue PYME.

Respecto de las Emisiones de Obligaciones con esta Figura desde el 2010 a junio 2015, se ha emitido un monto tal de \$44.801.450, de los cuales en el 2010, es de \$4.740.000, que representa el 10.58%; en el 2011 por \$ 5.100.000 que representa el 11.38%; en el 2012 \$10.400.000, ocupando el 23.21%; en el 2013 \$12.956.921 el 28.2%; en el año 2014 se evidencia un ligero decrecimiento con \$11.604.529 con el 25.90%, el año 2015 no se presenta emisiones de obligaciones, los Emisores PYMES han preferido esperar que las reglas del juego (REB) este más claras y bien definidas.

Todo esto visto desde la importancia del mercado de valores en las

PYMES ecuatorianas en el Mercado de Valores desde su creación, se estableció antes de que la gente fuera suficientemente civilizada como para dejar evidencia de ello. Venecia vio el primer desarrollo de los libros de cuentas y de la banca, lo que añadió importancia y ofreció nuevas dimensiones de poder financiero al reino del comerciante. La forma de organización que se desarrolló en Venecia durante esta época podría llamarse una sociedad anónima. Más grandes que las primeras asociaciones y agrupaciones temporales, estas sociedades anónimas podrían agrupar muchas asociaciones de pequeños comerciantes para formar grandes bases de capital permanente con el que financiar empresas que, debido a su tamaño y poder financiero, gozaban de mayores oportunidades de negocio. Y un mayor éxito comercial significaba una posición política y financiera más segura (Buffet & Clark, 2006). Desde épocas antiguas se demostró la importancia de ahorrar para obtener intereses a cambio de surtir de capital para la actividad productiva. Esta premisa es clave para entender el rol de los mercados de valores en las economías modernas, pues permite obtener crédito a las unidades productivas del sector real, de tal manera que la tasa de interés es menor para la empresa en relación a las fuentes tradicionales de financiamiento como bancos o cooperativas de ahorro y crédito, logrando un apalancamiento propicio para su actividad y el rendimiento de la inversión mejor para el inversionista o ahorrista en relación a otras alternativas de colocación de capital. En resumidas cuentas se adaptan a las necesidades de financiamiento de las empresas y sus posibilidades de pago a tasas de interés que son mayores respecto de la tasa pasiva y menores que la tasa activa

a plazos más prolongados que las que ofrece el sistema financiero tradicional. Los inversionistas a su vez, asesorados por las casa de valores, luego de un análisis exhaustivo del emisor y el valor que ofrece con la información suficiente, toman la decisión y la casa de valores procede a adquirir el título que más se adapte a sus expectativas de inversión y asumen completamente el riesgo por la decisión tomada.

Al igual que en muchos países de América Latina y el mundo, en Chile hay amplio consenso político y social en cuanto a que el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas constituye un objetivo prioritario de la política de fomento productivo y desarrollo empresarial. Ello obedece fundamentalmente al peso determinante que ha adquirido este segmento en la creación y absorción de empleo en la economía y, desde el punto de vista del ingreso y la estabilidad, a su "mejor calidad" en comparación con otras actividades como la microempresa o el autoempleo. Otras consideraciones relevantes para promover el desarrollo competitivo de las PYMES han sido su inserción en los diferentes sectores productivos, así como su potencial de integración en las cadenas productivas debido a la mayor disponibilidad de capital, uso y capacidad de absorción tecnológica siempre respecto de la microempresa. Por otra parte, en países que como Chile han contado históricamente con una base empresarial más bien acotada, el fomento de las pymes se ha convertido en un efectivo vehículo para estimular el crecimiento de ella, contribuyendo así a una mayor "democratización" del tejido socioeconómico nacional.

A partir de las consideraciones antes señaladas, desde comienzos de

los años noventa, durante el primer gobierno concertacionista (Aylwin, 1990-1994) se creó y en el curso de los siguientes (Frei, 1994-2000; Lagos, 2000-2006; Bachelet, 2006-2010) se procuró perfeccionar y complementar, dentro de un marco de continuidad una institucionalidad pública responsable de aplicar un conjunto de instrumentos orientados al desarrollo productivo y competitivo de las pymes. Gracias a estos últimos se han fomentado la "asociatividad" empresarial, la innovación y modernización tecnológica, la capacitación laboral, la inserción en cadenas productivas, el acceso al financiamiento y a los mercados externos y, más recientemente, la gestión y aseguramiento de la calidad, el desarrollo de nuevos emprendimientos y la articulación de las pymes a nivel territorial.

Por ello, Chile facilita el desenvolvimiento de las empresas de menor tamaño mediante la adecuación y creación de normas regulatorias que rijan su iniciación, funcionamiento y término, en atención a su tamaño y grado de desarrollo.

En las últimas décadas la figura de las PYMES y su rol ha ido tomando fuerza como punto importante del desarrollo en las economías, sobre todo en aquellas emergentes. El Mercado de Valores es y ha sido una herramienta para el desarrollo de este sector a través de créditos minoritarios canalizados por las Bolsas de Valores.

En Chile se habla de manera muy general en cuanto al financiamiento; agregando que en Chile existe la LEY NÚM. 20.416 que fue publicada el 3 de febrero del 2010 por el Ministerio de Economía Fomento y

Reconstrucción, y que fue dirigida para fijar las Normas Especiales para las Empresas de Menor Tamaño (PYMES).

En el caso de Chile las PYMES se financian con créditos que emite el Banco Central de Chile, en este País, estas Empresas al ser muy pequeñas no pueden sujetarse a este tipo de financiamiento, debido a que estas empresas argumentan tener problemas para disponer de recursos bancarios; atribuibles a los altos costos y a la falta de garantías.

En Chile, su legislación no contiene nada específico para que las pymes coloquen papeles en su mercado.

Enfocándonos en las fuentes de financiamiento alternativo de las PYMES con referente a la emisión de obligaciones, comparamos la legislación de Chile versus Ecuador.

Una vista al mercado de valores de Buenos Aires como alternativa de financiamiento para PYMES, desde la legislación se aborda qué instrumentos financieros pueden estar aptos para negociarse en una bolsa de comercio, se tiene como primer distinguo que la posibilidad sólo la brindan los títulos valores, en cuanto a las características que los conforman.

La ley 17.811 establece que el objeto de la oferta pública, señala: “únicamente los títulos valores emitidos en masa, que por tener las mismas características y otorgar los mismos derechos dentro de su clase, se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento

de cumplirse el contrato respectivo”.

En esta legislación tampoco se encontró nada concreto sobre pymes.

Lo mismo ocurre en Perú que indica la no existen políticas ni instituciones especializadas en la pequeña y mediana empresa (pyme) sino políticas e instituciones de promoción y apoyo a la micro y pequeña empresa (mypime).

Esto no es capricho de un gobierno ni un afán de diferenciación del Perú, sino que tiene fundamentos en la gran presencia de la microempresa como estrato mayoritario del sector empresarial privado, no solo en número de empresas sino también en el empleo y en el significativo aporte al producto interno bruto (PIB) que, de hecho, es mayor que el de las pymes.

Es cierto que un porcentaje significativo de las microempresas son informales, tienen bajos niveles de productividad y, por lo tanto, se ubican en la frontera de la pobreza, y aun de la pobreza extrema pero, por otro lado, un número aún más significativo de ellas tienen mayores niveles de productividad (entre medio y medio bajo), capacidad de crecimiento y articulación, y son mayoritariamente buenos sujetos de crédito del sistema de micro finanzas, así como clientes estables de las instituciones de servicio de desarrollo empresarial. En el Perú se decidió que estas micro empresas no podían ni debían ser parte de programas de lucha contra la pobreza, llenos de subsidios y paternalismos; se optó por hacerlas parte de programas de promoción empresarial respetando, en lo posible, las leyes del mercado.

En el Perú, la emisión de obligaciones está amparada por la Ley del

Mercado de Valores y la Ley General de Sociedades.

Para la emisión de estos instrumentos, los bancos y las demás instituciones financieras están sujetos a la Ley General del Sistema Financiero.

Con el fin de generar nuevas alternativas para que las pymes peruanas puedan financiarse en el mercado de valores, el Estado ha reglamentado las bases para la creación del mercado alternativo de valores (MAV), aprobado y publicado el 29 de junio de 2012.

El objetivo es determinar los factores críticos de éxito (FCE) para la creación de un mercado alternativo de emisión de obligaciones en el que puedan hallar financiamiento las pymes en el Perú.

El mercado alternativo genera oportunidades para que las pymes puedan cotizar en bolsa a través de la emisión de bonos, acciones y papeles comerciales. El mercado alternativo de valores (MAV) es un mecanismo que permitirá a pymes cuya facturación no sea superior a (S/. 200 millones de soles), \$62.000.000 millones anuales de dólares al ingresar al mercado bursátil-

El MAV ofrece a estas empresas la posibilidad de realizar sus transacciones de compra y venta de valores de renta fija y variable, con concesiones en los requisitos y en un plazo máximo de 15 días. Para que una pyme pueda participar en el MAV deberá cumplir con los siguientes requisitos:

- Ser una empresa domiciliada en el Perú.
- Su facturación en los últimos tres años no debe superar los 200

millones de nuevos soles anuales.

- No tener valores listados.

Se tiene que mencionar los aspectos generales de la regulación del Mercado Alternativo de valores.

En el ámbito y la aplicación desde el mercado alternativo las empresas domiciliadas, con tres años de operación y con ventas anuales promedio no mayores a los 200 millones. No se las considera no disponibles para entidades financieras. Permitiendo emitir valores iniciales y normados solo por instrumentos de corto plazo.

Representante de obligacionistas no son necesarios contar con un representante de obligaciones en el momento de efectuar la emisión siempre y cuando el emisor asuma el compromiso de convocar a la asamblea de obligacionista.

Se requiere una clasificación de riesgo, se debe presentar información financiera semestralmente, no será necesario elevarlo a escritura pública.

Desde el punto de vista el financiamiento de las PYMES en Perú se analizan las características del financiamiento de las pymes, la evolución de su acceso al crédito en el sistema financiero y los factores determinantes del costo del crédito. El objetivo es identificar las oportunidades que tienen las pymes para reducir sus costos de financiamiento mediante la utilización del mercado de capitales.

En el Perú, las PYME representan el 99.5% del total de empresas del país, son responsables del 49% de la producción nacional y producen el 49% del PBI nacional. Son las PYME las que concentran el 60% de los empleos totales, siendo la microempresa la que más empleos genera: 53% de la PEA ocupada a nivel nacional (el restante 7% pertenece a la pequeña empresa). En la última década, el sector PYME ha sido el más dinámico en relación a la creación de nuevos puestos de trabajo creciendo a tasas de 9% anual mientras que la gran empresa creció a tasas de 2% anual”.

En un punto legal la legislación y mercados de USA indica que la Bolsa de Nueva York (New York Stock Exchange, NYSE, en inglés) es el mayor mercado de valores del mundo en volumen monetario y el primero en número de empresas adscritas. Su volumen en acciones fue superado por la del NASDAQ, durante los años 90, pero el capital de las compañías listadas en la NYSE es cinco veces mayor que en el NASDAQ. La Bolsa de Nueva York cuenta con un volumen anual de transacciones de 21 mil millones de dólares, incluyendo los 7,1 billones de compañías no estadounidenses.

Fue creada en 1817, cuando un grupo de corredores de bolsa se organizó formando un comité llamado «New York Stock and Exchange Board» (NYS&EB) con la finalidad de poder controlar el flujo de acciones que, en aquellos tiempos, era negociado libremente y principalmente en la acera de Wall Street.

En 1918, después de la Primera Guerra Mundial, se convierte en la principal casa de bolsa del mundo, dejando atrás a la Bolsa de Londres.

El jueves 24 de octubre de 1929, llamado a partir de entonces el Jueves Negro, se produjo una de las más grandes caídas en esta bolsa, que produciría la recesión económica más importante de los Estados Unidos en el siglo XX, la «Gran Depresión».

Desde la perspectiva Ecuatoriana podemos decir que la ventaja es que las empresas pueden acceder a financiarse a un menor costo y además les permite aclimatarse en el mercado de valores.

Una de las desventajas del REVNI para los inversionistas es que en los valores que se anotan no cubren el fondo de garantía en las bolsas de valores, esta garantía asegura el cumplimiento de las obligaciones de las casas de valores frente a sus comitentes. Por lo tanto si ocurriera que la casa de valores no actúe en los términos acordados este fondo no se aplicara para este tipo de anotaciones, y al ser una desventaja.

para los inversionistas implica que estos valores no se vendan fácilmente en el mercado.

Tampoco se puede realizar un contrato de underwriting en el cual las casas de valores se comprometen a colocar los valores emitidos en forma parcial o total. En este tipo de valores no hay opción para realizar este contrato por lo tanto los emisores no podrían hacer uso de este mecanismo.

Para las casas de valores es poco atractivo colocar estos valores en el mercado debido a que son de difícil venta, porque la mayor

parte de los inversionistas prefieren adquirir valores que tengan calificación de riesgo, los inversionistas adquieren estos valores son los pequeños inversionistas y la corporación financiera nacional, quien con el objetivo de proveer más financiamiento a las pymes ha creado un programa en el cual la CFN ha optado por otra forma de ayudar a que las pymes adquieran recursos financieros que es a través invertir en títulos valores de renta fija bajo las características del REVNI, llegando a acuerdos de compra de títulos con las pymes antes de que su emisión se haga efectiva, asesorándolos para que emita y formalice la transacción.

El REVNI es uno de los mecanismos de financiamiento a través del mercado de valores más adecuado actualmente para las pymes aunque tiene algunas desventajas, el costo financiero es menor que en la banca y disminuye en menor proporción las utilidades de las pymes y de esta manera incrementa el ROE y permite su crecimiento.

CAPÍTULO II

RESULTADOS

Para efectos del registro y preparación de estados financieros, la Superintendencia de Compañías califica como Pequeñas y Medianas Entidades (PYMES), a las personas jurídicas que cumplan las siguientes condiciones:

- a) Monto de activos inferiores a CUATRO MILLONES DE DÓLARES.
- b) Registren un valor bruto de ventas anuales de HASTA CINCO MILLONES DE DÓLARES; y, Tengan menos de 200 trabajadores (personal ocupado). Para este cálculo se tomará el promedio anual ponderado.

En función de lo citado, se muestran las Empresas PYMES que han emitido Obligaciones (financiamiento), la Casa de Valor auspiciante y los Montos Colocados, entre el 2010 y 2015.

En el año 2010, tan solo tres PYMES, emitieron Obligaciones, por un monto total de \$5.000.000.00, lo que representa una participación del 10.55%, del total de Emisión por \$47.400.000.

En el año 2011, son cuatro las PYMES, que emiten Obligaciones, por un monto total de \$5.100.000, lo que representa una participación del 10.76%, del total de las emisiones.

En el año 2012, son cinco las PYMES, que emiten Obligaciones, por un monto total de \$11.500.000, es decir, se duplica en valores las emisiones respecto a los dos años anteriores, lo que provoca una participación del 24.26% del monto total emitido en los seis años, se considera que el año 2011 fue puntual del posterior crecimiento de emisiones en los años subsecuentes.

En el año 2013, seis PYMES emiten Obligaciones, se rescata a la Empresa SIMED, que este año lanza su segunda emisión por \$4.000.000, el monto total emitido es de \$13.000.000, con una participación del 27.43%, del monto total emitido.

En el año 2014, cinco PYMES, emiten obligaciones por un monto total de \$12.800.000, con una representación del 27.00%, se nota un ligero decrecimiento del -1.54% en monto de emisión, respecto al año anterior, pero el número de PYMES mantiene su promedio de cinco por año.

En el año 2015, no se evidencia participación alguna de PYMES que hayan emitido Obligaciones.

Se muestra que tan solo cuatro (4), PYMES deciden emitir obligaciones después de la promulgación de la actual ley, aprobada en mayo del 2014, por un monto de \$8.800.000.00, que apenas representa el 18.57%, del total emitido por \$47.400.000.

Como indicamos anteriormente, en el año 2015, no se evidencia

emisión de obligaciones por parte de Empresas PYMES.

De las 22 PYMES, que han emitido Obligaciones entre el 2010 y 2015, tan solo tres (3), constan con garantía general y específica, estas son: Año 2010 NOPERTI CIA LTDA; 2011 Corporación de desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A, 2012, con otra emisión la empresa NOPERTI CIA. LTDA.

Esto indica que los inversionistas enfrentan un alto grado de Riesgo de inversión al momento de adquirir títulos (obligaciones), de Empresas PYMES, muy a pesar, de que estas presenten calificaciones de riesgos como es el caso de AA y A+, ya que las mismas deben ser analizadas cada año. Solo tres de 22 PYMES minimizan el riesgo del inversionistas al contar con doble garantía, sin embargo la mayoría solo refleja garantía general, esto podría ser uno de las causas del porque no se dinamiza el mercado de valores en el sector PYMES. Como se evidencia, la poca participación de PYMES en el Mercado de Valores, como referencia desde el año 2010, y prácticamente la escasa participación de PYMES después de la promulgación de la actual ley en mayo del 2014, motivo por el cual, nuestra investigación toma fuerzas en poder demostrar las ventajas y desventajas de esta ley, con el fin de proponer recomendaciones y mejoras al respecto, soportadas por las entrevistas a expertos y encuestas planteadas.

Se efectuó un total de 12 Encuestas, a diferentes PYMES que no han emitido obligaciones o no han participado en el Mercado de

Valores. Esta parte del presente trabajo fue elaborado mediante la presente encuesta Nacional escrita, aplicada a 12 Empresas que involucra a un determinado sector "PYMES" que no hayan emitido Obligaciones en la Bolsa de Valores. En esta encuesta se investiga los siguientes aspectos; El desconocimiento de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario Bursátil, los procesos al participar en el Mercado de Valores y en que podría afectar a este sector en la parte de Beneficios Económicos y Legales. Con este Objetivo podemos promover e incentivar a mejorar la calidad del servicio a los usuarios e inversionistas, así como facilitar los medios para la participación activa en este mercado.

A partir de esta información el Equipo de Gobierno podrá tomar decisiones con fundamentos que les permita mejorar.

Empresas Encuestadas.

1. DIMULTI S.A.,
2. CASTEK S.A,
3. ESPIVIA S.A.,
4. ECOBANEC CIA LTDA,
5. CALZACUERO CA,
6. ECUACABLE S.A.,
7. FERNANDO PINOAGORTE CIA. LTDA,
8. BASSIL HAND TAILORED S.A,
9. BIOLOGIA MARINA BIOMASA S.A.,
10. GINSETI S.A.,
11. AEROLINEAS DEL LITORAL S.A. AEROLITORAL,
12. ULTRAFRESH S.A.

El objetivo del cuestionario realizado es recoger una serie de indicadores cuantificable sobre la opinión y satisfacción que tienen un grupo de empresas.

En el cuestionario a continuación se muestra los contenidos, de las 7 preguntas de las cuales deberán responder SI o NO

Al preguntar si conoce el proceso actual para emitir obligaciones en el mercado de valores los resultados son que el 33%, y; con un 67% que No conoce de estos procesos. Podemos observar que este último resultado es bastante significativo. Con esta muestra observamos que el 69% de empresas conoce que a partir de Mayo del 2014, se aprobó la ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, y con el 31% que no conocen sobre la creación y aprobación de esta Ley.

En esta pregunta podemos conocer que el grado de desconocimiento acerca del proceso completo es bastante elevado lo cual representa un 75% del total de los encuestados y con un resultado menor del 25% que si conocen de este proceso para poder participar las empresas PYMES Activamente en este mercado. Fortalece lo indicado en el capítulo 1, que uno de los Riesgos más significativos de las PYMES es la poca experiencia de las Gerencias, Gobierno Corporativo.

Las opiniones de los encuestados referentes a los beneficios en ir a la Banca tradicional es del 67%, y de Participar en el Mercado de Valores es del 33%. Se evidencia, que tradicionalmente las PYMES recurren al financiamiento tradicional, el motivo por el momento el mejor conocimiento del proceso de recurrir al mercado de valores.

En esta muestra nos indica que el 92%, de los encuestados consideran beneficioso la emisión de Obligaciones para sus indicadores financieros y beneficios de la utilidad final, y con un 8% NO Consideran Beneficioso la participación en este mercado. A pesar, de que prefieren recurrir a la banca tradicional, consideran que emitir obligaciones les permitiría mejorar sus indicadores, más que nada por el costo financiero.

En esta pregunta podemos conocer de manera significativa que un 92% de la muestra está interesada en participar activamente en el mercado de valores, y, con un 8% no está interesada. Lo que indica que las PYMES, ven al mercado de valores como un mercado que puede ayudarlos en su financiamiento, pero de alguna manera segmentado los costos inmersos en el proceso.

Esta pregunta, evidencia que el 58% de la muestra desconoce las alternativas de financiamiento en el mercado de valores, mientras que el 42% considera que los costos financieros del proceso son muy elevados. En nuestro análisis, informaremos la diferencia de costos entre ir a la banca versus el mercado de valores.

Para obtener los resultados se realizó una encuesta de la cual podemos presentar que Las tres empresas coincidieron que al emitir obligaciones pudieron mejorar sus indicadores financieros mejorando su solvencia para participar en nuevos proyectos, poder adquirir activos y mejorar sus ventas, inclusive internacionalizarse.

Los montos por los cuales se emitieron obligaciones oscilan entre \$1.000,000 a \$2.500,000 a una tasa de interés del 8% obteniendo

un ahorro por la tasa de interés del 3.5%, respecto de la banca tradicional.

La emisión de obligaciones resulta más rentable porque la tasa de interés de la banca tradicional es más alta en comparación al rendimiento que deben proponer el emisor, en el mercado de valores, añadido a la serie de requisitos que hay que cumplir cuando se acude a dicha banca.

Con la aplicación de la nueva ley, estas PYMES aseguran que seguirán utilizando el mercado de valores como herramienta para seguir captando recursos que les permitan mejorar su liquidez para nuevas inversiones.

Estas PYMES si se sienten seguras emitiendo obligaciones debido a que tienen controles previos y posteriores que garantizan el pago. Garantías reales y específicas.

Como sugerencia para mejorar la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil una de ellas indico que deberían crear métodos que agilicen los trámites para este tipo de transacciones.

El tipo de garantía que solicitan las calificadoras de riesgo para el sector PYMES regularmente es la garantía general.

Los agentes que intervienen dentro del proceso de calificación si segmentan los costos de estructuración y calificación por estar en el sector PYMES.

En conclusión, el sector PYMES se encuentran satisfecho por haber participado en el mercado de valores ya que es de vital importancia para las compañías.

En otra entrevista podemos identificar que la Ing. Pilar Panchana quien labora en Sociedad Calificadora De Riesgo Latinoamericana SCRL S.A., ella es la encargada de evaluar la estructura presentada con los montos de levante y las respectivas garantías por parte de las empresas que participan en la emisión de obligaciones, manifestó que su representada no ha realizado ninguna calificación a PYMES, debido a que no es viable trabajar con empresas de estas características ya que se tratan de pequeñas empresas cuyos montos de levante no son suficientes sabiendo que el mínimo para invertir es de 1'000.000, además que al momento de hacer la valoración entre el monto de levante y los costos, este monto no será suficiente para cubrir todos los gastos que en su mayoría son fijos por lo que no resultara rentable un preso de emisión de obligaciones.

En base a esto se concluye con que la actual Ley para el Fortalecimiento del Sector Societario y Bursátil, abre la posibilidad a través del REB (Registro Especial Bursátil), antes REVNI, explicar, motivar y facilitar el ingreso a las PYMES, a través de un claro proceso de participación al mercado de valores, brinda facilidades y oportunidades que las

Pequeñas y Medianas podrán acogerse con el claro y firme convicción de poder crecer estructuralmente y mejorar su posición financiera. Por otro lado, los inversionistas pueden minimizar sus riesgos a través de una figura clara y transparente, así como asegurar no solo una buena calificación de riesgos de los títulos, sino también, las necesarias garantías (generales y específicas), en la cual soporten la estructuración de la emisión y aseguren los flujos correspondientes, de cualquier imprevisto económico.

El REB, permite la figura de la Sindicalización, es decir, la intervención y unión de varias PYMES al momento de asistir al Mercado de Valores, esto permite, sin duda abaratar costos dentro del proceso de emisión, además de las ventajas tributarias que se presentan.

Dentro de los Países analizados respecto a sus legislaciones, tan solo Perú se asemeja de gran medida a nuestra figura actual a través del mercado alternativo, este genera oportunidades para que las pymes puedan cotizar en bolsa a través de la emisión de bonos (pagares), acciones y papeles comerciales. El mercado alternativo de valores (MAV) es un mecanismo que permitirá a pymes cuya facturación no sea superior a (S/. 200 millones de soles), USD\$62.000.000 millones anuales de dólares al ingresar al mercado bursátil-

El MAV ofrece a estas empresas la posibilidad de realizar sus transacciones de compra y venta de valores de renta fija y variable, con concesiones en los requisitos y en un plazo máximo de 15 días.

Para que una pyme pueda participar en el MAV deberá cumplir con los siguientes requisitos:

- Ser una empresa domiciliada en el Perú.
- Su facturación en los últimos tres años no debe superar los 200 millones de nuevos soles anuales.(USD \$65mm)
- No tener valores listados.

Podríamos concluir que en efecto esta actual Ley, da paso a la correcta y oportuna intervención de la Economía Popular y Solidaria, así como dar fiel cumplimiento al Objetivo 8 del Buen Vivir: Consolidar el sistema económico social y solidario, de forma sostenible, de esta forma se garantiza una adecuada gestión de la liquidez para el desarrollo y para administrar el esquema monetario vigente:

- a. Fortalecer la institucionalidad de la política monetaria y la regulación financiera para la gestión de la liquidez.
- b. Optimizar el uso del ahorro público y canalizarlo hacia la inversión para el desarrollo.
- c. Implementar instrumentos complementarios de liquidez y medios emitidos centralmente, y fortalecer el uso de medios de pagos electrónicos y alternativos.
- d. Fortalecer y consolidar un marco jurídico y regulatorio para el sistema financiero que permita reorientar el crédito hacia el desarrollo productivo, profundizar la inclusión financiera y mejorar su solvencia y eficiencia.

- e. Promover el uso y facilitar el acceso al Sistema Nacional de Pagos para el sector financiero popular y solidario.
- f. Reformar el marco jurídico y fortalecer la regulación del mercado de valores y el mercado de seguros para su democratización y desarrollo, y evitar la salida de divisas.
- g. Generar nuevas formas de captación de recursos que permitan fondear a las entidades financieras públicas.
- h. Asegurar la regulación y el control preferenciales y diferenciados que fortalezcan al sector financiero popular y solidario.

De forma segura podemos recomendar a las Empresas que forman parte de la Economía Popular y Solidaria, que el proceso de emisión de obligaciones resulta más rentable porque el costo real del financiamiento de la banca tradicional resultan más alto en comparación al rendimiento que deben proponer el emisor, en el mercado de valores, añadido a la serie de requisitos que hay que cumplir cuando se acude a dicha banca.

Con la aplicación de la actual ley, las PYMES aseguran su participación en el mercado de valores como herramienta para seguir captando recursos que les permitan mejorar su liquidez para nuevas inversiones.

Las PYMES pueden sentirse seguras emitiendo obligaciones debido a que tienen controles previos y posteriores que garantizan el pago. Garantías reales y específicas.

Los estructuradores del proceso de emisión, enfatizan que el Registro Especial Bursátil (REB), es un mecanismo adecuado para las PYMES, una vez que tome fuerza y aprobado de forma definitiva, así como la sindicalización de las PYMES, donde se unen más de una para abaratar costos y procesos.

Podemos citar como análisis de los investigadores, que la actual ley promueve otros beneficios como:

1. Las cooperativas podrán emitir obligaciones de libre negociación.
2. Valores de renta fija de más de un año, los rendimientos financieros obtenidos por personas naturales o sociedades por las inversiones en valores en renta fija, que se negocien a través de las bolsas de valores del país o del registro especial bursátil.
3. Impuesto al Valor Agregado IVA 0% Tarifa 0%: Las comisiones por concepto de servicios bursátiles, definidas por resolución del Servicio de Rentas Internas, prestados por Bolsas de Valores, Casa de Valores, Depósitos en Compensación y Liquidación, y Administradores de Fondos y Fideicomisos.
4. Exoneraciones, de Impuesto a la Salida de Divisas, los rendimientos financieros, ganancias de capital y capital de aquellas

inversiones externas que hubieren ingresado exclusivamente al mercado de valores del Ecuador para realizar esta transacción y que hayan permanecido al menos un año en el país, efectuadas tanto por personas naturales o jurídicas domiciliadas en el exterior, a través de la Bolsa o del REB.

CAPÍTULO III

COSTOS DE EMISIÓN PARA OBLIGACIONES EN ECUADOR.

Para emitir cualquier tipo de valor se considera costos de emisión como costos de colocación.

- 1. Costos de Colocación.
- 2. Costos de emisión.

Los costos de colocación y estructuración por lo general lo realiza una casa de valores, la misma que se encarga de organizar la información financiera, económica y legal de la empresa. Los costos de estructuración son pagados por una sola vez. No existen parámetros para que las casas de valores establezcan comisiones, por lo tanto no depende ni del monto de emisión ni del plazo, muchas veces depende que tan complejo sea realizar el proceso de estructuración de la información de la empresa que solicita sus servicios. “no existe techos y pisos para las comisiones de las casas de valores en sus servicios prestados”

Art 225 de la ley de Mercado de valores señala que “las comisiones, honorarios o tarifas que cobren las instituciones reguladas por esta ley a sus clientes o comitentes serán estipuladas libremente por los contratantes.....” En el estudio de Costos realizado por la superintendencia de compañías en al año 2006 se presenta el

siguiente cuadro de costos de estructuración.

Se puede evidenciar que los costos para el mismo monto de emisión son diferentes y muy variables, sin embargo los costos no representa un porcentaje significativo sobre el monto de la emisión, incluso en su mayoría no representa ni siquiera el 1%. Los costos por estructuración son un acuerdo entre la casa de valores y el emisor.

La calificadora de Riesgo emite una opinión técnica sobre la solvencia del título y la probabilidad que el emisor pueda pagarlo y esta debe ser periódicamente actualizada hasta que el titulo se extinga conforme a la ley de mercado de valores, en base a lo mencionado el costo de la calificación de riesgo se determina en función al periodo de emisión y se divide en dos partes una inicial y otra anual por el tiempo que dure la emisión. Las categorías para la calificación de riesgo se establecen en base a la solvencia y capacidad de pago del emisor, a las garantías que el emisor presente, al sistema de administración y planificación de la empresa.

Tabla 2 Costos de calificación de riesgo

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	Costo Total Cost Riesgo	Calificacion Riesgo
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metropoles Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0,07%	1.050.000
PROVEFRUT S.A.	2	Sucenal S.A	2.000.000	2.000.000	0,09%	1.800.000
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Advinas Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0,09%	2.700.000
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	880.000	0,07%	1.400.000
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0,14%	4.200.000
AUTOLASA	5	Pluabursati	3.000.000	1.130.000	0,13%	3.900.000
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Berrio	1.500.000	862.000	0,08%	1.200.000
OLIPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucenal S.A	2.000.000	0	0,11%	2.200.000
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUOPRO S.A.	1	Advinas Casa de Valores	3.000.000	0	0,10%	3.000.000

Fuente: Superintendencia de Compañías

En la Tabla 2, se establece los costos de calificación en cada una de las emisiones y se presenta el costo total durante el periodo de emisión, se observa de igual forma que en su mayoría no superan el 1% del monto de emisión y mientras mayor es el monto de emisión el porcentaje que representa los costos por calificación de riesgo son menores. El mayor costo es de \$4.200.00 y el menor es de \$1.050.00.

Los representantes de las obligaciones en el caso de emisión de obligaciones o papel comercial necesariamente se tendrán que contratar un representante de obligacionistas quien debe ser una persona jurídica que velará por el cumplimiento de los derechos de los inversionistas, a continuación, se presenta los costos mencionados en relación con el monto emitido.

Tabla 3: Costos del representante de los obligacionistas.

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	ProorciónMonto	Costo Representante Obligacionistas
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0.07%	\$75.00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucavel S.A	2.000.000	2.000.000	0.10%	1.900.00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Adifina Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0.09%	2.700.00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	880.000	0.08%	1.600.00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0.11%	3.150.00
AUTOLASA	5	Plusbursati	3.000.000	1.130.000	0.11%	3.300.00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Banrio	1.500.000	882.000	0.08%	1.125.00
DILIPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucavel S.A	2.000.000	0	0.10%	1.900.00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	1	Adifina Casa de Valores	3.000.000	0	0.10%	2.850.00

Fuente: Superintendencia de Compañías

Se puede observar que los costos son poco significativos en relación

con el monto de emisión no llegan al 1%, mientras menor es el monto de emisión mayor es el porcentaje de participación. Asumir el costo del agente pagador es opcional para el emisor ya que puede ser la misma empresa quien actúe como tal o puede contratar a una institución financiera que lo realice.

Tabla 4: Costos Agente pagador

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	ProorciónMonto	Costo Agente Pagador
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0.07%	\$75.00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucavel S.A	2.000.000	2.000.000	0.10%	3.200.00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Adifina Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0.12%	3.600.00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	880.000	0.08%	1.600.00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0.11%	4.500.00
AUTOLASA	5	Plusbursati	3.000.000	1.130.000	0.11%	3.300.00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Banrio	1.500.000	882.000	0.08%	1.125.00
DILIPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucavel S.A	2.000.000	0	0.10%	2.000.00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	1	Adifina Casa de Valores	3.000.000	0	0.10%	6.000.00

Fuente: Superintendencia de Compañías

Inscripción en el Registro de Mercado de Valores.

La inscripción de los valores de obligaciones como de proceso de titularización tienen un costo del 0.5 por mil sobre el monto de emisión, el costo máximo puede ser hasta \$2.500 dólares. Para este tipo de emisores el único pago es la inscripción no aplica pago de mantenimiento. A Continuación se presenta los porcentajes del costo de inscripción en función del monto de emisión.

Tabla 5: Costos por Inscripción en el registro de Mercado de valores

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	ProporcionMonto	Costo Inscripcion R.M.V.
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0,07%	450,00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucaval S.A	2.000.000	2.000.000	0,04%	800,00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Adifina Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0,05%	1.500,00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	800.000	0,04%	800,00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0,04%	1.200,00
AUTOLASA	5	Pusbursati	3.000.000	1.130.000	0,03%	900,00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Banrio	1.500.000	862.000	0,05%	750,00
DILPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucaval S.A	2.000.000	0	0,04%	800,00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	1	Adifina Casa de Valores	3.000.000	0	0,04%	1.200,00

Fuente: Superintendencia de Compañías

En la Tabla 5, se observa que estos costos al igual que los otros costos antes mencionados, el porcentaje de participación es mínimo incluso es menor en relación a los demás ya que no sobrepasa el 0.10%. En la tabla presentada se observa que no existe valores superiores a los \$2.500.

2.2. Otros Costos.

En estos costos incluyen publicidad, publicaciones de la emisión, impresiones, asesoría legal. etc. Los presentados por el estudio de la superintendencia de compañías se muestra en la siguiente tabla.

Tabla 6: Otros costos

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	ProporcionMonto	Otros COSTOS
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0,11%	1.850,00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucaval S.A	2.000.000	2.000.000	0,12%	2.400,00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Adifina Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0,21%	6.300,00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	800.000	0,15%	3.000,00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0,22%	6.600,00
AUTOLASA	5	Pusbursati	3.000.000	1.130.000	0,23%	6.900,00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Banrio	1.500.000	862.000	0,15%	2.250,00
DILPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucaval S.A	2.000.000	0	0,16%	3.200,00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	1	Adifina Casa de Valores	3.000.000	0	0,14%	4.200,00

Fuente: Superintendencia de Compañías

Se puede observar que la participación de este costo sobre el monto es muy variado, la Compañía MOTORES Y TRACTORES MOTRAC, presenta un costo del 0.21% por la emisión de \$3MM, y Constructora de Diseño Productivos Construdipo el costo es de 0.14%, por el mismo monto de emisión.

Comisión Bolsa y Casa de Valores.

En estos costos incluyen publicidad, publicaciones de la emisión, impresiones, asesoría legal. etc. Los presentados por el estudio de la superintendencia de compañías se muestra en la siguiente tabla.

Tabla 6: Otros costos

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	ProporcionMonto	Otros COSTOS
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0,11%	1.850,00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucaval S.A	2.000.000	2.000.000	0,12%	2.400,00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Adifina Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0,21%	6.300,00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	800.000	0,15%	3.000,00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0,22%	6.600,00
AUTOLASA	5	Pusbursati	3.000.000	1.130.000	0,23%	6.900,00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Banrio	1.500.000	862.000	0,15%	2.250,00
DILPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucaval S.A	2.000.000	0	0,16%	3.200,00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	1	Adifina Casa de Valores	3.000.000	0	0,14%	4.200,00

Fuente: Superintendencia de Compañías

Se puede observar que la participación de este costo sobre el monto es muy variado, la Compañía MOTORES Y TRACTORES MOTRAC, presenta un costo del 0.21% por la emisión de \$3MM, y Constructora de Diseño Productivos Construdipo el costo es de 0.14%, por el mismo monto de emisión.

Comisión Bolsa y Casa de Valores.

La bolsa de valores así como la casa de valores también cobra comisiones por las negociaciones por una sola vez, Las comisiones que rigen actualmente para el mercado primario es del 0.09% anual tanto para renta fija como para renta variable, el valor mínimo de la comisión no puede ser menor a \$4.00

Estos costos aplican para el inversionista que hayan comprado valores y los quieran revender en el mercado secundario El estudio de la Superintendencia de compañías establece los siguientes costos por comisiones:

Tabla 8: Costos por comisiones de la Bolsa de Valores

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	ProcentajeMonto	Comision Bolsa
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0.09%	1.350.00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucavei S.A	2.000.000	2.000.000	0.10%	2.000.00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Advinas Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0.09%	2.700.00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	880.000	0.10%	2.000.00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0.10%	3.000.00
AUTOLASA	5	Plusbursati	3.000.000	1.130.000	0.10%	3.000.00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Barrio	1.500.000	800.000	0.09%	1.350.00
OLIPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucavei S.A	2.000.000	0	0.09%	1.800.00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUOPRO S.A.	1	Advinas Casa de Valores	3.000.000	0	0.10%	3.000.00

Fuente: Superintendencia de Compañías

Casa de Valores

Adicionalmente a la estructuración de la información financiera la casa de Valores cobra una comisión por la negociación de los valores en oferta pública el mismo que es cobrado una sola vez. La comisión es acordada entre la casa de valores y el emisor al igual que el costo de estructuración es de libre negociación. El porcentaje de costos según la investigación de la Superintendencia de Compañías se presenta a continuación:

Tabla 9: Costos por comisiones de la Casa de Valores

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	ProcentajeMonto	Comision Casa valores
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0.13%	1.950.00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucavei S.A	2.000.000	2.000.000	0.14%	2.800.00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Advinas Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0.17%	5.190.00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	880.000	0.12%	2.400.00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0.19%	5.790.00
AUTOLASA	5	Plusbursati	3.000.000	1.130.000	0.17%	5.190.00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Barrio	1.500.000	800.000	0.09%	1.350.00
OLIPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucavei S.A	2.000.000	0	0.16%	3.200.00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUOPRO S.A.	1	Advinas Casa de Valores	3.000.000	0	0.23%	6.900.00

Fuente: Superintendencia de Compañías

En la Tabla 10, se observa que las comisiones son muy variables no aplica el mismo porcentaje sobre el monto incluso con emisiones del mismo monto.

Estimación de los costos para emisión de obligaciones.

Tabla 10: Estimación de los costos para Emisión de Obligaciones

Rangos de Montos Colocados		Plazo	PROMEDIO PONDERADO DE COSTOS POR EMISIÓN DE OBLIGACIONES						Total Costo Comisión
			% Costo Estructuración	% Costo Calif. Riesgo	% Represent. Obligaciones	% Costo Agente Pagador	Inscripción RMV	% Otros Costos	
Hasta	1.000.000,00	2	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.000.001,00	4.000.000,00	5	0,44%	0,46%	0,11%	0,14%	0,05%	0,30%	1,55%
4.000.001,00	8.000.000,00	4	0,18%	0,20%	0,08%	0,13%	0,06%	0,15%	0,79%
8.000.001,00	12.000.000,00	3	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
12.000.001,00	16.000.000,00	4	0,34%	0,12%	0,04%	0,11%	0,02%	0,09%	0,71%
16.000.001,00	20.000.000,00	3	0,11%	0,08%	0,03%	0,11%	0,01%	0,05%	0,40%

Rangos de Montos Colocados		Plazo	PROMEDIO PONDERADO DE COSTOS POR EMISIÓN DE OBLIGACIONES				
			% Comisión Casa Valores	% Comisión Bolsa de Valores	% Incrip. Mantenim. BVQ	% Total Costos/Colocación	% Total Costo de Comisión y Colocación
Hasta	1.000.000,00	2	0,00%	0,000%	0,00%	0,00%	0,00%
1.000.001,00	4.000.000,00	5	0,25%	0,097%	0,31%	0,69%	2,24%
4.000.001,00	8.000.000,00	4	0,21%	0,098%	0,38%	0,69%	1,97%
8.000.001,00	12.000.000,00	3	0,00%	0,000%	0,00%	0,00%	0,00%
12.000.001,00	16.000.000,00	4	0,20%	0,100%	0,10%	0,40%	1,11%
16.000.001,00	20.000.000,00	3	0,15%	0,100%	0,08%	0,33%	0,73%

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por Jorge Coca y Ricardo Ordoñez

Estimación de Costos para una anotación de pagarés a través del REVNI.

Tabla 11: Estimación de Costos para una anotación de pagarés a través del REVNI

Rangos de Montos Colocados		Plazo	COSTO DE EMISIÓN				COSTO COLOCACIÓN		Total Costo Comisión	Costo Totales Colocación y Emisión
			% Costo Estructuración	% Costo Agente Pagador	% Otros Costos	% Total Costos Emisión	% Comisión Casa Valores	% Comisión Bolsa de Valores		
Hasta	1.000.000,00	2	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,00%
1.000.001,00	4.000.000,00	5	0,28%	0,14%	0,30%	0,77%	0,28%	0,10%	0,4%	1,14%
4.000.001,00	8.000.000,00	4	0,21%	0,13%	0,15%	0,49%	0,21%	0,10%	0,3%	0,80%
8.000.001,00	12.000.000,00	3	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,00%
12.000.001,00	16.000.000,00	4	0,20%	0,11%	0,09%	0,40%	0,20%	0,10%	0,3%	0,70%
16.000.001,00	20.000.000,00	3	0,15%	0,11%	0,05%	0,32%	0,15%	0,10%	0,3%	0,57%

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por Jorge Coca y Ricardo Ordoñez

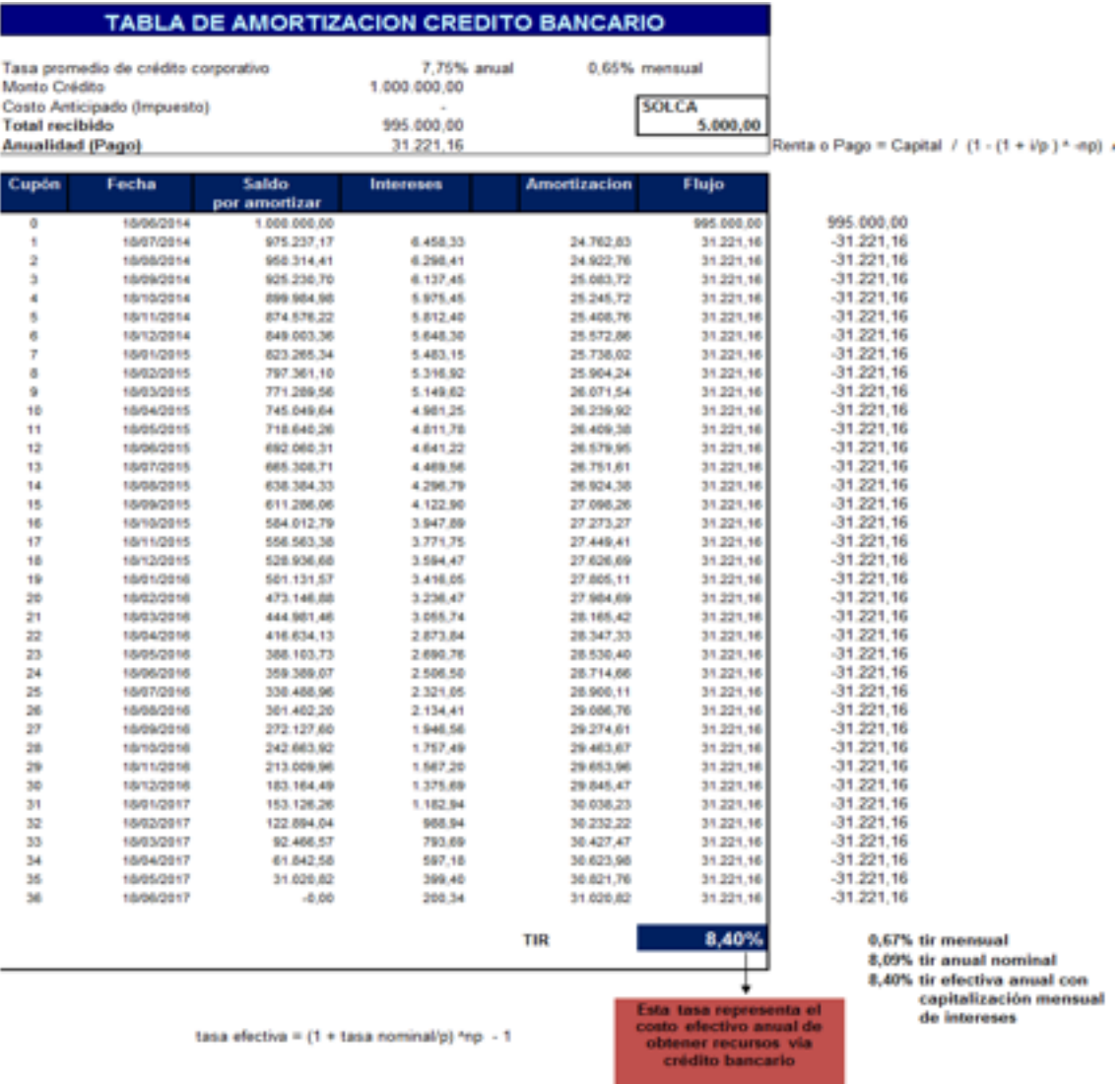
Al comparar la Tabla 10 y Tabla 11, se observa que el realizar una anotación a través del REVNI implica menos costos en relación a la emisión de obligaciones, no se necesita calificación de riesgo, representante de los obligacionistas, inscripción en el registro de mercado de valores, inscripción y mantenimiento en la Bolsa de Valores, esta autoriza que la empresa pueda realizar la emisión sin necesidad de realizar inscripción.

En Tabla 11, para emisiones entre un 1'000.000 y 4'000.000, probablemente el porcentaje que representa el costo total sobre el monto es de 1.14%, mientras que si realizaría una emisión de

obligaciones el porcentaje sobre el monto seria de 2.24%, se observa que el realizar emisiones a través del REVNI resulta más ventajoso debido a los menores costos exceptuando los costos financieros que nos son tomados en cuenta en estas tablas, en el caso de las pymes les da más facilidades financieras para que se financien a través de este mercado, sin embargo para muchas empresas es muy difícil tanto negociar valores a través de obligaciones como a través del REVNI debido a que no cuentan con tales posibilidades financieras, los costos se cancelan antes de la emisión y colocación de los valores y son recuperados cuando los títulos sean vendidos, convirtiéndose en una limitación para las pymes investigadas para acceder al mercado de valores.

Comparativo de Costos Financieros Bancario tradicional, Flujo Comparativo.

Cuadro No. 18: Tabla de Amortización del Banco



Elaborado por: Los autores

TIR del Crédito Bancario 8.40%.

Se puede constatar que el costo efectivo anual de obtener recursos vía crédito bancario es más costoso que el financiamiento a través del Mercado de Valores, 8.40%, versus 8.15%. Y si, se impulsa de gran medida las ventajas a través del REB, las PYMES tienen en sus manos las opciones de aprovechar este mecanismo, obtenido por ejemplo beneficios de índole cualitativos (disminución y agilidad en requisitos, transparencia de información), como cuantitativos (menor costo financiero, beneficios tributarios, etc.).

Flujo Comparativo.

\$ 1.000.000							
FLUJOS ANUALES							
	I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre	V trimestre	VI trimestre	VII trimestre
CREDITO BANCARIO	93.663,49	93.663,49	93.663,49	93.663,49	93.663,49	93.663,49	93.663,49
OBLIGACIONES	102.708,33	101.093,75	99.479,17	97.864,58	96.250,00	94.635,42	93.020,83
DIFERENCIA	-9.044,84	-7.430,26	-5.815,68	-4.201,09	-2.586,51	-971,93	642,66

FLUJOS ANUALES						
	VIII trimestre	IX trimestre	X trimestre	XI trimestre	XII trimestre	Total
CREDITO BANCARIO	93.663,49	93.663,49	93.663,49	93.663,49	93.663,49	1.123.961,89
OBLIGACIONES	91.406,25	89.791,67	88.177,08	86.562,50	84.947,92	1.125.937,50
DIFERENCIA	2.257,24	3.871,82	5.486,41	7.100,99	8.715,57	-1.975,61

Nota: La sumatoria de los flujos se ha realizado sin considerar el valor del dinero en el tiempo, únicamente para efectos de facilitar la comprensión e ilustración del ejemplo, es decir los flujos de ingresos que podrían ser invertidos.

Elaborado por: Los Autores.

Se aprecia que en los primeros seis trimestres la emisión de obligaciones requiere de mayor cantidad de flujo de fondos para cubrir con los inversionistas, por su estructura de planificación, sin embargo, a partir de los restantes seis trimestres se revierte tal efecto.

El siguiente cuadro representa en función de las políticas internas de cada Organismo y de los artículos de ley, el costo aproximado por una emisión de \$1000.000, costo financiero bordea entre 1.15% 1.75%, del valor de la emisión.

Cuadro No. 19: Costo de Financiamiento Comparativo.

COSTOS DE FINANCIAMIENTO COMPARATIVO EMISION DE OBLIGACIONES VS CREDITO BANCARIO			
COSTOS INICIALES EMISION DE OBLIGACIONES			
MONTO REQUERIDO		US\$	1.000.000
Preparación de la emisión			
		US\$	
Comisión Asesoría Casas de Valores	0,5%	4.500	Políticas internas de la casa de valores
Calificación de Riesgo	0,3%	2.500	Políticas internas de las calificadoras de riesgos, ejemplo SCR LA
Prospecto y gastos notariales		500	
Representante Obligacionistas		500	Políticas internas de representante de obligacionistas, ejemplo P
Inscripción en el Registro de Mercado de Valores			
Cuota			525
Inscripción en Bolsa de Valores			
Cuota BVG		0,17%	1700
Colocación de los Títulos			
Comisión colocación Casas de Valores	0,17%	1.700	ACORDE A TASAS DEL MERCADO
Comisión del Agente Pagador	0,04%	400	TARIFARIO BCE - DCV
Comisión Negociación BVG	0,09%	900	S.2.1. B) REGLAMENTO DE COMISIONES BVG
TOTAL COSTO			
FONDOS NETOS OBTENIDOS		US\$	986.775
			1.32%

BIBLIOGRAFÍA

1. Jeff Madura (2013), Octava edición. Mercados e Instituciones Financieras.
2. (RESOLUCIÓN CONASEV N° 023-2004-EF/94.45. PERU)
3. LEY NÚM. 20.416 que fue publicada el 3 de febrero del 2010 por el Ministerio de Economía Fomento y Reconstrucción. Chile
4. Carlos Augusto Rincón Soto, (2012). Costos para PYMES. Ecoe Ediciones.
5. Ernesto Ramírez Solano (2011). Moneda, Banca y Mercados Financieros. Instituciones e Instrumentos en Países en Desarrollo.
6. Edwin Tarapuez Chamorro, Carlos Alberto Rivera Bermúdez, Omar Alberto Donneys Beltrán, Teoría Monetaria y Bancaria (2011). Fundamentos.
7. Enciclopedia Bursátil, Bolsa de Valores de Guayaquil. Manual de Renta Fija, Guía Didáctica de Mercado de Valores, Diccionario de Economía y Finanzas.
8. Frank J, Fabozzi y Franco Modigliani (Premio Nobel de Economía -2002). Mercado e Instituciones Financieras.
9. Allami, Cecilia (2011) Problema del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía, Vol. 42, página 61-86.
10. Concha, Emerson Toledo. (2009) Micro finanzas: diagnóstico del sector de la micro y pequeña empresa y su tecnología crediticia. Contabilidad y Negocios. Perú. Fondo Editorial (8ª edición).
11. Casasola-Martínez, M. José. Clara. (2009). Universidad Busines Review. ¿Favorecen las relaciones bancarias la situación crediticia de las PYMES? Edición 24, p12-29, 18p.
12. Bleger, Leonardo. (2000). Financiamiento a las PYMES y cambio estructural en la Argentina. Un caso de estudio sobre fallas de Mercado y problemas de Información Desarrollo Económico, vol. 40.
13. Eco. CPAMiguelA. PesantesArreaga, MSC, Procesos Contables y Estados Financieros bajo NIIF completas y NIFFF para PYMES.
14. Ley de Mercado de Valores, Asociación Casa de Valores del Ecuador ASOCAVAL, Título I, Pagina 23-26.
15. Ley de Mercado de Valores, Asociación Casa de Valores del Ecuador ASOCAVAL, Título X, Pagina 58-64.
16. Ley de Mercado de Valores, Asociación Casa de Valores del Ecuador ASOCAVAL, Capítulo II, Título XI, Pagina 64-65.
17. Ley de Mercado de Valores, Asociación Casa de Valores del Ecuador ASOCAVAL, Capítulo II, Título XVII, Página 145-158.
18. GuíaPráctica de acceso al mercado de valores, Superintendencia de Compañías. www.supercias.gob.ec, Diciembre 2013.
19. Marcelo A. Camerin, Mercado de Valores Principios y regulaciones. Fundamentos: Bolsa de Comercio, Mercado de valores y Caja de Valores. Ética Ad Hoc. Páginas 162-165, y Capítulo VI, Página www.adhocvillela.com
20. Dr. Mario Larrea Andrade, Ediciones Legales, Régimen Jurídico de la Titularización de Activos, primera edición, Capítulo XVI, Paginas 217-241.
21. Resolución Conjunta (2008) Reglamento para la Anotación y Negociación de Valores no Inscritos y/o Registro de Mercado de Valores (REVNI). Ecuador. Bolsa de Valores de Guayaquil – Bolsa de Valores de Quito.

Jorge Manuel Coca Benítez Master en Administración Bancaria y Finanzas en Univ San Francisco de Quito. Diplomado en Administración de Empresas ESPOL. Docente de las Asignatura Banca y Mercado de Valores y Administración Financiera Universidad de Guayaquil. Docente de las asignaturas de Contabilidad, Moneda e Instituciones Financieras, Finanzas I y II en la UTEG. Gestor de la Unidad de Titulación de la Carrera de Tributación y Finanzas Universidad de Guayaquil. Catedrático en la Fundación IDEPRO de la Camara de Comercio de Guayaquil en Administración financiera, Crédito y Cobranzas. Catedrático en CAPACITES del Tecnológico Espíritu Santo en Presupuestos y Finanzas Familiares. Catedrático de Post grado para las Maestrías de Administración de Empresas de la Universidad de Guayaquil Catedrático de Post grado para las Maestrías de Sistema de Información Gerencial de la UTEG. Seminarista de temas Financieros y Bursátiles para el Colegio de Contadores del Guayas. Ex Sub Gerente de Riesgos Integrales en Seguros Sucre.



Dolores del Rocio Ortiz Guevara Master en Administración de Empresas Universidad Politecnica Salesiana. Especialización en Normas Internacionales de Información Financiera - Tecnológico de Monterrey. Docente de las Asignatura Tributos Indirectos, Auditoría Tributaria, Tributos al Comercio Exterior y Administración de Empresas - Universidad de Guayaquil. Docente de las asignaturas de Contabilidad Financiera, Contabilidad de Costos, Derecho Tributarios - Universidad Internacional del Ecuador. Especialista de Auditoria - Contraloria General del Estado. Contadora General - Grupo IIAS. Experto de Auditoria Tributaria - Servicio de Rentas Internas.



Merle Irene Iglesias Mora Máster en Administración de Empresas en Escuela de Postgrado en Administración de Empresas Espae/Espol. Máster en Diseño y Evaluación de Modelos Educativos en Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil UTEG. Docente de las signaturas de Contabilidad, Tributación, Finanzas II, Auditoria Tributaria, Organizacion Contable en la Universidad Tecnologica Empresarial de Guayaquil UTEG. Capacitadora de temas Tributarios en el Servicio Nacional de Aduana del Ecuador Primer lugar en la VI Feria de Negocios en Escuela de Postgrado en Administración de Empresas Espae/Espol. Jefe Administrativa Financiera en Aeronation S.A. Ex Docente de la Universidad de Guayaquil de las asignaturas Tributos de la Administracion de Excepciones, Sistema de Informacion Gerencial y Auditoria. Ex Jefe de Area del Area de Administracion de la Universidad de Guayaquil. Ex Funcionaria en Servicio Nacional de Aduana del Ecuador.



Félix Stalin Rosales Quiñonez Ingeniero Comercial Especialización Planeación Estratégica de la Universidad de Guayaquil. Magíster en Administración de Empresas, Mención Negocios Internacionales de la Universidad de Guayaquil. Docente de la Universidad de Guayaquil en pregrado de Contabilidad Superior I y II, Legislación y Practica Tributaria, Tributos Seccionales y de Adm. De Excepciones, Director de la Carrera de Ingeniería en Tributación y Finanzas de la facultad de Ciencias Administrativas de las Universidad de Guayaquil. Jefe de la Unidad de Control Financiero del Gobierno Provincial del Guayas, Director Financiero de la Corporación de Desarrollo Afro ecuatoriano (CODAE)



ISBN: 978-9942-8636-2-1

