



ESCUELA POLITÉCNICA DEL EJÉRCITO

DEPARTAMENTO CIENCIAS ECONÓMICAS
ADMINISTRATIVAS Y DE COMERCIO

“DIAGNÓSTICO DEL SISTEMA FINANCIERO ECUATORIANO Y
PROPUESTA DE ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO A
TRAVÉS DEL CAPITAL DE RIESGO PARA PYMES”

TOMO II

CARLOS ALBERTO CÓRDOVA TINTA

Tesis presentada como requisito previo a la obtención del grado
de:

INGENIERO FINANZAS Y AUDITORIA, CPA.

AÑO 2010

ESCUELA POLITÉCNICA DEL EJÉRCITO
INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORIA, CPA.

DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

CARLOS ALBERTO CÓRDOVA TINTA

DECLARO QUE:

El proyecto de grado denominado “Diagnóstico del Sistema Financiero Ecuatoriano y propuesta de alternativa de financiamiento a través del Capital de Riesgo para PYMES”, ha sido desarrollado con base a una investigación exhaustiva, respetando derechos intelectuales de terceros, conforme las citas que constan el pie de las páginas correspondiente, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía.

Consecuentemente este trabajo es mi autoría.

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

Sangolquí, 28 de octubre de 2010

Carlos Alberto Córdova Tinta

ESCUELA POLITÉCNICA DEL EJÉRCITO
INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORIA, CPA.

CERTIFICADO

ECON. BYRON VILLAGÓMEZ

ING. JOSÉ MORALES

CERTIFICAN

Que el trabajo titulado “Diagnóstico del Sistema Financiero Ecuatoriano y propuesta de alternativa de financiamiento a través del Capital de Riesgo para PYMES” realizado por Carlos Alberto Córdova Tinta, ha sido guiado y revisado periódicamente y cumple normas estatutarias establecidas por la ESPE, en el Reglamento de Estudiantes de la Escuela Politécnica del Ejército.

Debido a la importancia de los resultados de la investigación que busca fomentar el crecimiento de las pequeñas y mediana empresas sí se recomiendan su publicación.

El mencionado trabajo consta de un documento empastado y un disco compacto el cual contiene los archivos en formato portátil de Acrobat (pdf). Autorizan a Carlos Alberto Córdova Tinta que lo entregue a Economista Juan Lara, en su calidad de Director de la Carrera.

Sangolquí, 28 de octubre de 2010.

Econ. Byron Villagómez

DIRECTOR

Ing. José Morales

CODIRECTOR

ESCUELA POLITÉCNICA DEL EJÉRCITO
INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORIA, CPA.

AUTORIZACIÓN

Yo, Carlos Alberto Córdova Tinta

Autorizo a la Escuela Politécnica del Ejército la publicación, en la biblioteca virtual de la Institución del trabajo “Diagnóstico del Sistema Financiero Ecuatoriano y propuesta de alternativa de financiamiento a través del Capital de Riesgo para PYMES”, cuyo contenido, ideas y criterios son de mi exclusiva responsabilidad y autoría.

Sangolquí, 28 de octubre de 2010.

Carlos Alberto Córdova Tinta

DEDICATORIA

Dedico esta tesis de grado en primer lugar a Dios, quien es el dueño de todo lo que tengo, a Él sea la gloria de este trabajo. A mis padres que pueden ver el resultado de su esfuerzo y su apoyo incondicional, y a todos aquellos familiares y amigos que en su tiempo me apoyaron para seguir adelante y colaboraron para poder ver concretado un sueño.

AGRADECIMIENTO

Agradezco a Dios por haberme dado vida y capacidad para poder desarrollar esta tesis de grado, ya que si no fuera por

Él nada de lo que he logrado hasta hoy sería posible.

Sin lugar a duda, agradezco a mis padres con todo mi corazón, porque han sido un ejemplo de constancia y superación, y me han demostrado que encomendado a Dios

las cosas todo será en su tiempo y voluntad.

Agradezco de una manera muy especial a mi profesor Econ. Byron Villagómez, quien ha sido un pilar fundamental para el

desarrollo de esta investigación gracias a sus aportes, correcciones y enseñanzas. De igual manera, al Ing. José

Morales que ha dedicado su valioso tiempo para que los resultados de este trabajo sean los mejores.

Y por último agradezco a mis familiares y amigos que en todo momento estuvieron pendientes de mí, y que me ayudaron a

alcanzar un éxito más en mi vida.

Contenido

5	REFORMAS LEGALES	1
5.1	PROBLEMAS GENERALES	1
5.1.1	Obstáculos regulatorios	1
5.1.2	Limitaciones a las estructuras de inversión.....	1
5.1.3	Falta de conformidad contable.....	2
5.1.4	Gobernabilidad empresarial y derechos de los accionistas minoritarios.....	2
5.1.5	Pasivos contingentes.....	2
5.1.6	Renuncia a los derechos de preferencia	2
5.1.7	Derecho a voto	3
5.1.8	Bolsas de comercio locales.....	4
5.1.9	Legislación restrictiva con respecto a los fondos de pensión.....	4
5.2	PROBLEMAS Y BARRERAS LEGALES EN RELACIÓN AL CAPITAL DE RIESGO	4
5.2.1	Buen Gobierno Corporativo (Protección de los accionistas minoritarios.).....	5
5.2.2	Derechos de rescate.....	6
5.2.3	Votos	7
5.2.4	Estructuras de capital: planes de opción de compra de acciones y bonos de suscripción de acciones.....	7
5.2.5	Obstáculos regulatorios.....	9
5.2.6	Fideicomisos y sociedades controlantes extranjeras	10
5.2.7	Aspectos impositivos	12
5.3	ESTRATEGIAS DE SALIDA.....	12
5.3.1	IPO (Oferta Pública Inicial)	15
5.3.2	Ventas tipo “trade sale”.....	17
5.3.3	Opciones de venta	18
5.4	POSIBLES ENFOQUES PARA SUPERAR LOS PROBLEMAS EXISTENTES	18
5.4.1	Modificación de la legislación existente	18
5.4.2	Dictado de nuevas leyes	19
5.4.3	Codificación de derechos contractuales	20
5.4.4	Agilización del proceso judicial.....	21

5.4.5	Organismos administrativos especializados.....	22
6	CONCLUSIONES	24
7	RECOMENDACIONES	30
8	ANEXOS	34
9	BIBLIOGRAFIA	52
9.1	Libros:	52
9.2	Fuentes virtuales:	53

Listado de gráficos, tablas y anexos.

ANEXOS

ANEXO NO. 1: COMPETITIVIDAD ECUADOR.....	35
ANEXO NO. 2: TIPOS DE CARTERA DE CRÉDITO	38
ANEXO NO. 3: CONSIDERACIONES DE LA INVERSIÓN DE CAPITAL DE RIESGO	45

RESUMEN

En los últimos cinco años el Ecuador ha presentado indicadores macroeconómicos positivos, los cuales han demostrado un continuo crecimiento que se ve reflejado en el desarrollo de la economía. Lastimosamente esto no es suficiente para mejorar la competitividad del país a nivel mundial, ya que éste ha sobrepasado el puesto número cien en dicho ranking y es el cuarto país menos competitivo en Latinoamérica. Esto ha provocado que la inversión extranjera no ingrese al Ecuador como sucede en países vecinos.

Por lo antes mencionado, el Sistema Financiero Nacional (SFN) se convierte en la principal fuente de financiamiento para pequeñas y medianas empresas (PYMES). Al realizar un diagnóstico del SFN relacionando captaciones y colocaciones se determinó que, a nivel general, el sistema de instituciones financieras en el período analizado se encuentra en desarrollo y crecimiento óptimo, y corroboran este resultado los indicadores de bancarización, profundización financiera y densidad financiera, mismos que demuestran que el sistema financiero ha tenido mayor penetración en el mercado.

La cartera de crédito que mayores recursos recibe es la Comercial, mientras que la correspondiente a Microcrédito se encuentra en último lugar de prioridad, creando de esta manera la necesidad de analizar la situación de las PYMES en el país así como una nueva fuente de financiamiento para su desarrollo.

El último censo empresarial a nivel de pequeñas y medianas empresas, realizado en el país en el año 2002, presentó una situación crítica de las PYMES, ya que el nivel tecnológico y de capacitación que se evidenció fue muy bajo. Además las fuentes de financiamiento se limitan al sector bancario, con altas tasa de interés, o ahorros personales. Por otro lado, la importancia de las PYMES en la economía nacional es totalmente relevante, ya que generan más del 50% de empleo. A pesar de esto, la atención que da el mercado monetario a este sector empresarial es insuficiente, y el mercado de valores inició en este año el programa MiPymeBursátil, que ha tenido acogida pero únicamente con títulos de renta fija.

A lo expuesto anteriormente se propone un nuevo mecanismo de financiamiento para PYMES, el Capital de Riesgo, que es una figura de intermediación financiera que realiza aportes de capital para pequeñas y medianas empresas. Sus principales características son:

El financiamiento se presenta en el patrimonio con inversionistas que entran como nuevos accionista (a diferencia de un préstamo normal que se refleja en el pasivo).

Los inversores se involucran en la administración y gestión empresarial para obtener los resultados esperados de rendimiento.

Los inversionistas forman parte de los accionistas minoritarios de la empresa.

Para que esta propuesta sea viable es necesario realizar ciertas reformas legales, así como también crear nuevos cuerpos legales especializados en la industria de Capital de Riesgo, prestando mayor atención a los derechos de accionistas minoritarios.

Y por últimos los pequeños y medianos empresarios deben tener la flexibilidad de abrir el capital de la empresa a terceros en pro del crecimiento de la misma.

ABSTRACT

Last five years Ecuador has presented positive macroeconomic indicators, which have demonstrated a continuous growth of its economy. Unfortunately, this situation doesn't improve the competitive ratio of the country worldwide because Ecuador has been ranked above 100th place and is the fourth less competitive in Latin America. This has provoked that foreign direct investment doesn't enter into the country. In consequence, the National Financial System (NFS) converts in the principal funding source of small and medium businesses (SMBs). A diagnostic of the NFS comparing deposits and placements revealed that the financial institutions had an optimal development and corroborating this result the ratios of bancarization, financial density and financial deepening had greater market penetration.

The Commercial credit portfolio is the one that receives most of the resources, and the Micro credit portfolio has the lowest priority, therefore, there is the necessity to evaluate the SMBs situation in the country and an alternative funding source.

The last SMBs' census took place in 2002 and revealed a critical situation for businesses caused by the lack of technology and training. In addition, the funding sources are limited to the banking sector, with high interest rates, or personal savings. Even though

the SMBs are relevant to the national economy because they produce more than 50% of employment opportunities, the monetary market doesn't pay enough attention to this kind of businesses and the stock market has recently started the "MiPymeBursátil" program, but it only works with fixed income securities

To conclude, Venture Capital is proposed as a new SMBs funding source mechanism. It consists of a financial intermediation of capital contributions to small and medium businesses. And it is characterized by:

1. A financing based on new investors that become shareholders reflecting it to the company's patrimony (unlike a normal credit which is established in the liability).
2. Investors are involved in the business management in order to obtain the expected results.
3. The investors become part of the minority shareholders.

In order to make this proposal viable it is necessary to establish legal regulations, and create new laws for Venture Capital industry focused in minority shareholders rights.

To finish, the small and medium businessmen must have the flexibility to open their company capital to others in benefit of the business.

OBJETIVO DEL TRABAJO

a) OBJETIVO GENERAL

Establecer un mecanismo de financiamiento alternativo para las PYMES a través del sistema financiero nacional (Mercado monetario y/o mercado de valores).

b) OBJETIVOS ESPECIFICOS

- Diagnosticar al mercado monetario nacional (Bancos, Sociedades financieras, Cooperativas de Ahorro y Crédito, y Mutualistas de Vivienda), bajo la relación básica: captaciones y operaciones de crédito en especial con el sector de las PYMES.
- Diagnosticar al mercado de valores del Ecuador, con énfasis en el fomento al financiamiento para las PYMES.
- Determinar el marco legal para que la propuesta de capital de riesgo se adecúe a la realidad ecuatoriana.

CAPITULO 5

5 REFORMAS LEGALES

El Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) es el departamento encargado del BID para fomentar la inversión en la región latinoamericana, ha realizado estudios específicos del capital de riesgo y sus problemas legales en el continente, para este capítulo se ha tomado como base el documento “La necesidad de reformas legales y regulatorias en Argentina, Brasil, Chile, El Salvador y México a fin de atraer inversiones de capital en pequeñas y medianas empresas”, emitido por el FOMIN.

5.1 PROBLEMAS GENERALES

5.1.1 Obstáculos regulatorios

Los obstáculos a las inversiones extranjeras que se presentan en las leyes y regulaciones latinoamericanas se encuentran fundamentalmente en los controles formales respecto de la entrada y salida de capitales (en Ecuador el 2%) y en las restricciones a la inversión en ciertas industrias.

5.1.2 Limitaciones a las estructuras de inversión

La falta de flexibilidad en la legislación local para crear ciertos tipos de títulos valores o instrumentos es un problema. Las leyes impositivas y empresariales presentan fuertes limitaciones a la constitución de planes de opción de compra de acciones y bonos de suscripción de acciones, y limitan la cantidad de alternativas económicamente eficientes. Para estructurar inversiones de capital de riesgo en los países.

5.1.3 Falta de conformidad contable.

Un problema importante lo constituye la falta, en la práctica, de principios contables estandarizados y la incompatibilidad de la práctica local con los principios contables vigentes en EE.UU. Es en este punto que se presenta la importancia de acoger las Normas Internacionales de Información Financiera que en Ecuador se encuentra en implementación.

5.1.4 Gobernabilidad empresarial y derechos de los accionistas minoritarios.

Los procedimientos de gobernabilidad empresarial y la existencia y cumplimiento de derechos de los accionistas minoritarios generalmente presentan problemas para los inversores.

5.1.5 Pasivos contingentes.

Los inversores de capital de riesgo en América Latina encuentran dificultades para determinar el valor de los pasivos contingentes (impuestos vencidos, cargas sociales y pasivos ambientales).

5.1.6 Renuncia a los derechos de preferencia

La incertidumbre respecto de la posible renuncia a dichos derechos afecta la capacidad de los inversores de utilizar mecanismos contractuales comúnmente utilizados en operaciones de este tipo, en virtud de los cuales los accionistas aceptan la obligación de renunciar a sus derechos de preferencia en ciertas circunstancias, o el cambio en el porcentaje de

participación accionaria entre los inversores y los demás accionistas. La renuncia a los derechos de preferencia otorga a los inversores una mayor flexibilidad, dado que les permite disminuir o aumentar su participación en la empresa de acuerdo al futuro rendimiento de ésta o de su gerencia, la obtención de financiamiento adicional, y otros hechos de importancia. Por consiguiente, la imposibilidad de obtener dicha renuncia –o la dificultad para obtener la misma- reduce dicha flexibilidad.

5.1.7 Derecho a voto

En México, los accionistas no pueden obligarse a votar o dejar de votar de cierta forma en el futuro. Ello dificulta la exigibilidad de los convenios de accionistas, a menos que se utilice un vehículo fiduciario.

5.1.7.1 Legislación relativa a los fondos comunes de inversión.

La legislación relativa a los fondos comunes de inversión es restrictiva, y puede desalentar las inversiones de capital. Las SINCAS en México tuvieron más éxito que sus similares en Chile, pero igualmente contienen obstáculos para el libre flujo de capitales hacia las PYMES. Con respecto a los Fondos Emergentes de Brasil, los abogados locales se quejan del tiempo que lleva conseguir la aprobación de un fondo, y de la limitación que representa el tener que informar los activos netos diarios. En Argentina, la falta de una legislación clara y el flojo desempeño de la economía local han hecho que los fondos de inversión locales no se vuelquen hacia las PYMES. En Ecuador no existe una ley que regule estas sociedades o fondos.

5.1.8 Bolsas de comercio locales.

Las IPOs (ofertas públicas iniciales) en las Bolsas de Valores locales no han resultado una estrategia de salida viable para los inversores de riesgo. Obviamente, el interés del mercado en las nuevas emisiones es fundamental para el éxito de la bolsa local, pero no ha florecido para las PYMES. Lo mejor que se puede hacer desde el punto de vista regulatorio es tener normas que faciliten en lugar de dificultar las posibles ofertas de acciones por parte de las PYMES.

5.1.9 Legislación restrictiva con respecto a los fondos de pensión

Los fondos de pensión latinoamericanos disponen de miles de millones de dólares, que podrían ser una buena fuente de fondos para las inversiones de riesgo y las IPOs. Sin embargo, muchas de las normas en virtud de las cuales se constituyeron estos fondos les impiden invertir en empresas nuevas.

5.2 PROBLEMAS Y BARRERAS LEGALES EN RELACIÓN AL CAPITAL DE RIESGO

En EE.UU. y Europa los inversionistas están acostumbrados a marcos regulatorios flexibles que brindan una amplia gama de instrumentos para estructurar sus inversiones. Por el contrario, en Latinoamérica se encuentran con una menor variedad de estructuras legales y de capital y con una menor flexibilidad en las leyes locales, por lo que las sociedades de fondos no disponen de una adecuada variedad de instrumentos legales y la necesaria exigibilidad de los mismos a fin de adaptarse a las estructuras de capital

comúnmente utilizadas en las inversiones de capital de riesgo. Las leyes empresariales, si bien son desarrolladas, no han sido diseñadas para facilitar la inversión de capitales de riesgo. Es así que Ecuador posee el “Reglamento Sustitutivo de la Ley de Promoción y Garantía de Inversiones” y la “Ley para la Promoción de la Inversión y la Participación Ciudadana”, pero ninguna de ellas establece la normativa para el tratamiento del capital de riesgo, por ello se plantean los siguientes puntos que se deberían considerar dentro de las leyes de inversión para fomentar esta fuente de financiamiento para PYMES:

5.2.1 Buen Gobierno Corporativo (Protección de los accionistas minoritarios.)

En el Ecuador, país con una institucionalidad débil, el Buen Gobierno Corporativo es fundamental tanto para fortalecer el que hacer empresarial como un blindaje y para tener acceso a mejores fuentes de financiamiento.¹ La BVQ junto con el BID se encuentra en la fase de implementación del programa de Buen Gobierno Corporativo. Lo importante en este punto para el Capital de Riesgo es el tema de la protección de los accionistas minoritarios. Tal es la desconfianza respecto de estas protecciones, que ciertos fondos muy grandes se muestran renuentes a realizar cualquier operación con una empresa latinoamericana si la misma no implica la adquisición de una participación mayoritaria. Los problemas relacionados con los derechos de los accionistas minoritarios se deben en parte al marco legal, pero principalmente a la forma de ejecución, deberían plantearse los derechos en las operaciones importantes de la empresa o en caso de una decisión contraria al interés de los accionistas minoritarios derechos a vender sus acciones a su valor en libro.

¹ <http://www.gobiernocorporativo.com.ec/>

5.2.2 Derechos de rescate.

Un ejemplo concreto de la forma en que las leyes locales relativas a las estructuras de capital pueden desalentar a los inversores extranjeros lo constituyen las restricciones, respecto de la capacidad de las empresas de recomprar sus propias acciones. Dichas restricciones respecto del rescate de acciones limitan la efectividad en tribunales locales. Se deben incluir derechos como a votar con relación a ciertas de las opciones de venta comúnmente incluidas en los convenios de accionistas en las operaciones de capital. En particular, los derechos de opción de venta que se ven afectados son aquéllos que obligan a la empresa a recomprar las acciones de los inversores a un precio determinado en ciertas circunstancias. Además, el rescate es un derecho común de los titulares de acciones preferidas en las financiaciones de capital de riesgo. Los inversores pueden pedir el derecho de obligar a la empresa a rescatar sus acciones luego de cierto tiempo (por lo general, entre cinco y siete años) a una tasa de retorno convenida. Estos derechos, entre otros (preferencias en caso de liquidación y dividendos) forman parte de los términos de las acciones preferidas que se emiten a favor de los inversores. La posibilidad de rescate suele ser pedida por inversores que adquieren una participación minoritaria en una empresa, dado que el rescate obligatorio les puede permitir retirar su dinero en caso de que la empresa no tenga una posibilidad real de cotizar en bolsa o ser adquirida. Por consiguiente, la posibilidad de rescate puede brindar más tranquilidad y estrategias de salida a los inversores de capital de riesgo.

La imposibilidad de garantizar que la empresa podrá recomprar sus acciones limita la instrumentación de opciones de venta de acciones. Los inversores pueden reaccionar ante esta incertidumbre buscando alternativas menos

favorables para la empresa “target”, tales como poner un cierto porcentaje de sus acciones en una cuenta en garantía, utilizando vehículos fiduciarios

5.2.3 Votos

Los acuerdos entre los accionistas para votar sus acciones en un cierto sentido en el futuro no son exigibles, y también es cuestionable la oposición de disposiciones que exijan el consentimiento de la mayoría, tales como la aprobación de una oferta pública inicial y otras medidas importantes. Por ello se propone manejar este tema mediante la creación de convenios de sindicación de acciones, este vehículo es el más común e implica entregar las acciones a un administrador fiduciario a quien se le instruye, mediante un contrato de fideicomiso, votar las acciones de cierta forma y en ciertas circunstancias siguiendo instrucciones del inversor. La negociación de fideicomisos de este tipo constituye una forma efectiva de obligar a los accionistas a cumplir un compromiso que de otra forma sería inexigible (en virtud de las leyes locales) dentro de un convenio de accionistas. Sin embargo, desde el punto de vista de las sociedades de capitales, dichos convenios no son solamente comunes sino necesarios a fin de poder realizar inversiones de capital de riesgo con tranquilidad en los países emergentes como Ecuador.

5.2.4 Estructuras de capital: planes de opción de compra de acciones y bonos de suscripción de acciones.

Las leyes contienen prohibiciones de facto con respecto a la creación de opciones de suscripción de acciones, bonos de suscripción de acciones o instrumentos similares que permitan a sus titulares comprar una cantidad

determinada de acciones en un momento y a un precio predeterminado. Estos instrumentos suelen ser elementos vitales en las inversiones de capital de riesgo en distintas etapas. Las opciones de suscripción de acciones para el personal e instrumentos similares son elementos esenciales de la compensación para los socios fundadores, gerentes y empleados clave en una nueva empresa, y los importes y plazos de dichas opciones son objeto de duras negociaciones con los inversores. En EE.UU., los tipos de derechos que se pueden otorgar bajo un plan de este tipo incluyen opciones, derechos de apreciación de acciones, derechos equivalentes a dividendos, acciones restringidas, unidades de desempeño y acciones de desempeño. Las opciones son el instrumento más común. A nivel de la estructura empresarial, una empresa reserva cierto porcentaje de sus acciones autorizadas pero no emitidas en virtud de un plan de opción de suscripción de acciones aprobado por el directorio. Estos planes permiten a la empresa otorgar una participación de capital a futuro que cumple el doble propósito de recompensar al beneficiario si aumenta el valor de la empresa y al mismo tiempo garantizar que el empleado se quede en la empresa durante cierto tiempo a fin de generar esa utilidad.

Sin embargo, el marco legal limita la capacidad de las empresas de tener acciones autorizadas pero no emitidas, impidiendo así en los hechos la existencia de planes de opción de suscripción de acciones e instrumentos similares, ninguno de los cuales existe actualmente en América Latina.

Las estructuras de inversión de capital de riesgo en etapas posteriores suelen incluir la emisión de bonos de suscripción de acciones (“warrants”), certificados que funcionan como opciones de suscripción de acciones con la diferencia de que no necesariamente se otorgan a los empleados de la sociedad emisora. Estos bonos pueden utilizarse en operaciones de capital

privado como incentivo adicional (“sweetener” o “kicker”), que permite al inversor obtener mayores ganancias en la empresa si las cosas van bien en el futuro, sin obligar a la empresa a entregar más capital del que ésta desea. Los bonos de suscripción de acciones también pueden otorgarse a favor del acreedor de un préstamo. Desgraciadamente, las mismas restricciones que impiden la existencia de opciones de suscripción de acciones también se aplican a los bonos de suscripción de acciones.

5.2.5 Obstáculos regulatorios

Los principales obstáculos regulatorios para los inversores extranjeros en ciertos países latinoamericanos son los controles de cambio y las limitaciones aplicables a ciertas industrias en particular. Ambos obstáculos implican una gran pérdida de tiempo y costos adicionales. Sólo Brasil y Chile poseen leyes que exijan la aprobación del banco central o autoridad equivalente para los pagos al exterior efectuados por las empresas locales. En Ecuador el primer obstáculo a vencer es el impuesto a la salida de divisas (2%) que disminuye a los inversionistas su rentabilidad y por ende la entrada de inversión extranjera al país. Además el tiempo de aprobación para la entrada de capitales grandes al país suele demorarse alrededor de un mes pero eso es soportable, el verdadero problema es el envío de los capitales una vez liquidada la operación de Capital de Riesgo. Por lo que se propone la creación de un depósito en una cuenta de propiedad de una entidad financiera extranjera con domicilio en Ecuador, que a su vez se encuentre autorizada para realizar pagos en el exterior. Este método es el que recomiendan los abogados locales en Brasil, dado que puede resultar más expeditivo y menos costoso que el proceso de aprobación.

Si bien los inversores extranjeros siguen los procedimientos vigentes en cada país, su agilización o eliminación facilitaría el camino de las inversiones de capital de riesgo, que a menudo cuentan con plazos cortos para aprovechar las condiciones locales de mercado.

Muchos países latinoamericanos reglamentan las inversiones extranjeras en ciertas industrias. En algunas de éstas, la participación extranjera puede estar directamente prohibida, mientras que en otras el gobierno puede fijar límites a dicha participación. Por ejemplo en Ecuador recientemente se mencionó que los bancos privados deberán vender sus acciones de participación en los canales de comunicación, por lo que ésta sería un ejemplo de barrera de entrada de capitales privados a ciertas industrias. Además se puede mencionar que las barreras arancelarias, tomadas en enero de 2009, disminuyen notablemente la de participación en ciertas industrias. Y en un gobierno que promueve el consumo de productos nacionales las barreras son aún mayores.

5.2.6 Fideicomisos y sociedades controlantes extranjeras

Los fondos de inversión utilizan con frecuencia sociedades controlantes offshore para superar los obstáculos presentados por la normativa local. En su nivel más básico, la estructura implica que las acciones de la empresa operativa latinoamericana sean de propiedad de una sociedad constituida fuera de América Latina. Los problemas relativos a la flexibilidad de gobernabilidad de la empresa, tales como la prohibición del rescate de acciones y el capital accionario autorizado pero no emitido, por lo general no existen en las leyes de los países elegidos para constituir la sociedad holding o controlante. Del mismo modo, los planes de opción de compra de acciones

se incluyen a nivel de la sociedad controlante a fin de evitar los problemas señalados más arriba.

El uso de vehículos offshore a fin de facilitar la inversión de capitales extranjeros constituye una clara indicación de las barreras legales y regulatorias que enfrentan los inversores que pretenden invertir en las PYMES. Dado que la inversión de capital de riesgo es costosa en términos de due diligence (auditoría), costos legales y otros, el tamaño de la inversión es clave para los gerentes de fondos. La necesidad de invertir en el exterior genera mayores costos, especialmente en lo que se refiere a tasas de inscripción y honorarios legales. Casi por definición, las inversiones en PYMES son menores que las inversiones en empresas más grandes. Por consiguiente, el costo legal que representa la constitución de una sociedad controlante en el exterior no es fácilmente absorbido por el inversor en el caso de una PYME.

El uso de fideicomisos constituye otra alternativa que los inversores de capital de riesgo utilizan para evitar los problemas observados en el contenido o la aplicación de las leyes locales. Los fideicomisos básicamente permiten colocar los activos bajo el control de un administrador fiduciario que se obliga, en virtud del contrato de fideicomiso respectivo, a realizar ciertos actos en el futuro en ciertas circunstancias. Los honorarios del administrador fiduciario son elevados; por consiguiente, el costo es un factor fundamental al momento de decidir si se utilizará un fideicomiso. Ello tiene un efecto enorme en las empresas más pequeñas (dado que las inversiones son menores), lo cual puede significar que el costo de un fideicomiso haga que la operación resulte prohibitiva. En el nuevo Proyecto de Ley de Mercado de Valores se plantean a los fideicomisos como vehículos para financiamiento para PYMES.

5.2.7 Aspectos impositivos

La legislación impositiva presenta serios problemas a los inversores de capital de riesgo como la posibilidad de doble imposición de las utilidades a nivel empresa y a nivel distribución del fondo. También cuestiones relativas a los impuestos que pagan las propias empresas, el 25% del impuesto a la renta y 15% de participación de utilidades a empleados.

Otro aspecto importante del efecto de las leyes impositivas sobre la inversión lo constituye el tratamiento impositivo de los planes de opción de compra de acciones. Inclusive en Europa hay aún problemas al respecto.

5.3 ESTRATEGIAS DE SALIDA

Los inversores de capitales de riesgo esperan obtener retornos durante el plazo convenido, que suele ser de cinco a diez años. Los gerentes de fondos tratan de analizar y estructurar sus inversiones en empresas latinoamericanas de modo de poder vender las inversiones y canalizar el producido hacia los inversores en tiempo y forma. Para que este modelo de intermediación financiera funcione exitosamente, los gerentes de fondos deben poder vender sus inversiones a tiempo, obteniendo ganancias.

Una preocupación creciente expresada en “Latin American Private Equity Review & Outlook 2000/2001” es el hecho de que los inversores de capital privados tendrán dificultades para retirar sus inversiones.

Muchos abogados y observadores consideran que el problema de la salida es tal vez el más urgente en el terreno de las inversiones de capital de riesgo en América Latina. Ya que con el crecimiento de la región más capital ingresará y después tendrá que salir por lo que las regulaciones en esta área serán esenciales para atraer la inversión.

Históricamente, los inversores de riesgo tienen tres alternativas de salida posibles: IPOs, ventas tipo “trade sale” y el ejercicio de opciones de venta. Cada una de estas alternativas tiene distintos derechos asociados a ella. La mayoría de los inversores trata de salirse de sus inversiones en no más de siete años, y la mayoría prefiere salidas de tres a cinco años. Por lo tanto, un mecanismo de salida legalmente exigible es fundamental para el futuro flujo de capitales privados hacia América Latina.

Los fondos de inversión estructuran sus inversiones con distintos derechos de salida destinados a brindarles alternativas. Una inversión en una etapa inicial puede incluir derechos de registro, derechos de venta conjunta (“drag-along”), y opciones de venta. Si la salida a través de un IPO no resulta viable, podrá considerarse la posibilidad de una venta tipo “trade sale”; si esto tampoco es factible, el fondo de inversión podrá ejercer la opción de venta. Una inversión en una etapa más avanzada puede estructurarse con un derecho de rescate, de modo que la salida quede garantizada por una obligación de la empresa, y también puede incluir derechos de conversión en virtud de los cuales las acciones preferidas compradas puedan convertirse en acciones ordinarias que a su vez tengan derechos de registro (“demand registration rights”). No importa qué estructura se elija, una consideración clave es garantizar que exista por lo menos un mecanismo para vender la inversión dentro del marco temporal previsto.

El problema de la exigibilidad de los mecanismos de salida presenta varias dimensiones. En el nivel más amplio, los mismos problemas comunes a los sistemas judiciales de los países latinoamericanos se aplican a la ejecución de sofisticados contratos comerciales internacionales en todas partes. Y en Ecuador han existido escándalos contractuales con empresas petroleras que no atraen la inversión, y se demoran mucho tiempo en emitir un resolución al conflicto.

Sin embargo, existen problemas más específicos respecto de algunos de estos mecanismos. Uno es la falta de familiaridad con los derechos contractuales comúnmente utilizados en la documentación relativa a las inversiones de riesgo extranjeras. En Ecuador no existe una prohibición legal contra los derechos de venta conjunta (“tag-along” o “drag-along”), las opciones de venta o los derechos de registro. Sin embargo, la falta de familiaridad con estas herramientas genera incertidumbre en su interpretación por parte de los jueces locales. En el contexto de un inversor que desea “salir”, los daños y perjuicios no son un buen sustituto del cumplimiento específico. Por ejemplo, un inversor minoritario que vaya a juicio para exigir el cumplimiento de un derecho de drag-along (derecho de obligar a los otros accionistas a vender también sus acciones) (suponiendo que no exista un mecanismo de ejecución automática, como un fideicomiso o una sociedad controlante offshore), no tendrá muchas posibilidades de mantener interesado al comprador durante el transcurso del juicio. Más aún, las personas o empresas contra las cuales se dicte sentencia pueden no tener los medios para pagar, y ejecutar sus bienes puede dar lugar a otra prolongada batalla legal.

La necesidad de ir a juicio no añade valor a las inversiones y casi siempre es sintomática de una inversión que no salió bien o de una seria falta de

alineación en los intereses del fondo de inversión y los demás accionistas. Además, la existencia de un juicio puede obstaculizar el futuro del fondo y sus inversores al extender el marco temporal más allá de lo originalmente previsto al establecer el fondo. Como se señalaba anteriormente, debe tenerse presente que los fondos generalmente tienen un plazo de inversión de dos a tres años, lo cual, agregado al período dentro del cual es probable que se produzca la salida, significa que en el séptimo u octavo año de vida de una inversión pueden generarse problemas.

Los mecanismos de salida problemáticos generan distorsiones. Un gerente de fondos que enfrenta problemas en un intento de salida como inversor minoritario o que se entera de otros que han estado en esa situación, podría dejar de lado las posiciones minoritarias e invertir únicamente en participaciones controlantes. De este modo, las empresas pequeñas que no estén dispuestas a entregar el control inmediato pierden la oportunidad de tener un posible inversor minoritario. Más aún, dado que el hecho de tener una participación mayoritaria significa que la sociedad gerente de fondos de inversión directa o indirectamente va a tener que manejar la empresa, ello implica un mayor compromiso de tiempo y recursos de parte de dicha sociedad gerente. También en este caso son las PYMES las que pierden, dado que el tamaño de la operación podría no justificar ese compromiso adicional.

5.3.1 IPO (Oferta Pública Inicial)

Existen dos salidas principales:

1. Derechos de concatenación o “piggy back”: una empresa se encuentra legalmente obligada a incluir las acciones de un inversor en el caso de realizar una oferta pública de acciones
2. Derechos de registro: significan que la empresa estará obligada a inscribir las acciones del inversor si decide comenzar a cotizar en bolsa y, de acuerdo a la forma en que se negocien, estos derechos permiten que el inversor obligue a la empresa a tratar de obtener dicha cotización.

Si una IPO da lugar a un conflicto, lo más probable es que ello se deba a que el gerente del fondo desea que la empresa comience a cotizar en bolsa y los demás accionistas se oponen. Esta situación puede presentarse cuando los accionistas originales se niegan a renunciar al control de la empresa o creen que mantener la propiedad de la misma resulta más conveniente desde el punto de vista financiero. Al enfrentarse a los accionistas que se niegan a que la empresa cotice en bolsa, el gerente de fondos tendrá que decidir si recurrir a un juicio o no. En el momento en que existen dos opiniones opuestas, la “exigibilidad” se vuelve un problema.

La falta de viabilidad de una IPO como salida de una inversión a través de las bolsas de comercio locales tiene un efecto sumamente negativo para las PYMES.

En resumen, los gerentes de fondos evalúan a las empresas de acuerdo a su posible valor estratégico futuro, lo cual significa concentrarse en una lista más corta de empresas, en detrimento de las PYMES. De ese modo, reforzar las bolsas de comercio locales sigue siendo un elemento clave del crecimiento de las PYMES a mediano y largo plazo. A nivel de Ecuador la BVQ ha empezado a fortalecer el financiamiento de PYMES a través de

titularizaciones a través de su programa MIPYMEBURSATIL, pero la idea es hacerlo también con acciones, lo cual es un posible mecanismo de salida.

5.3.2 Ventas tipo “trade sale”

(También llamada venta estratégica), una empresa de capital privado es vendida a otra empresa. El comprador por lo general es una empresa más grande que desea obtener la participación de mercado o las líneas de producto de la empresa target. Debido a los problemas con las IPOs, los abogados consideran que este tipo de operaciones serán el principal mecanismo de salida para las inversiones exitosas en América Latina en el corto y mediano plazo.

Existen dos mecanismos legales principales relacionados con las ventas estratégicas:

1. Derechos de “tag-along”: un inversor tiene el derecho contractual de vender sus acciones cuando otro accionista lo hace. Es importante para el fondo básicamente como mecanismo de defensa, para que el fondo no se quede con una inversión mientras los accionistas originales se retiran.
2. Derechos de “drag-along”: un inversor puede obligar a otro accionista a vender cuando él lo hace. Cuando un fondo de inversiones realiza una inversión, puede evaluar a la empresa target como candidata a una operación de venta estratégica, en caso de que en algún punto decida realizar ese tipo de venta. Si de hecho el fondo opta por una venta estratégica y los demás accionistas cuestionan su exigibilidad, el derecho de drag-along adquiere importancia crítica.

5.3.3 Opciones de venta

Las opciones de venta son derechos contractuales que permiten al titular de la opción vender sus acciones a un tercero a un precio convenido, que generalmente se calcula mediante una fórmula. Las opciones de venta no suelen ser el mecanismo de salida preferido por los inversores de capital de riesgo, dado que en las ventas tipo “trade sale” o en las IPOs suelen obtener mejores precios. Sin embargo, las opciones de venta suelen jugar un papel crítico para los inversores minoritarios como última línea de defensa contra la falta de liquidez. Cuando el plazo del fondo está llegando a su fin y no es posible realizar una IPO o venta estratégica, una opción de venta puede ser la única salida disponible para el inversor. Por consiguiente, las dificultades en la exigibilidad de la opción pueden generar problemas para un gerente de fondos de inversión cuyo acuerdo contractual con sus inversores lo obligue a retirarse de las inversiones dentro de un plazo determinado.

5.4 POSIBLES ENFOQUES PARA SUPERAR LOS PROBLEMAS EXISTENTES

Para superar los problemas identificados como barreras para los inversores de capital de riesgo las soluciones deberán ser integrales, teniendo en cuenta las disposiciones legales y regulatorias de carácter impositivo y empresarial y las prácticas de organismos gubernamentales. A continuación presentamos cuatro enfoques de soluciones posibles:

5.4.1 Modificación de la legislación existente

Muchos de los problemas pueden superarse modificando la actual legislación. Por ejemplo, en la Ley de Compañías aumentar las sociedad de inversión o de fondos de capital de Capital de Riesgo, para establecer claramente su alcance y ámbito de trabajo; modificaciones a La Ley de Mercado de Valores que determine los mecanismos de salida para los inversionistas, pero con el alcance de PYMES, ya que las regulaciones del mercado de valores se ajustan a las grandes empresas que cotizan. Los fondos de inversión pueden considerar la posibilidad de exigir que las empresas en las que invierten se sometan al alcance de dicha Ley.

Además esta Ley debería autorizar expresamente los planes de opción de compra de acciones, con algunas restricciones, y permite la recompra de acciones por parte de las empresas, también con ciertas limitaciones. Con respecto al Buen Gobierno Corporativo, la Ley debes tomar algunas medidas concretas, como, disponer la creación de sindicaturas y exigir la realización de asambleas para adoptar ciertas medidas a solicitud de los accionistas minoritarios, junto con el voto obligatorio de los directores. Como también limitar la definición de operaciones entre sociedades relacionadas. Una excelente base legal para estas modificaciones se puede considerar a la Ley de OPAs de Chile.

5.4.2 Dictado de nuevas leyes

Algunos problemas exigen leyes completamente nuevas. Si se dictaran nuevas leyes de fideicomiso podría aliviar algunos de los problemas de exigibilidad. Un ejemplo en nuevas leyes (específicamente de Capital de Riesgo) es España que dictó una ley de capitales de riesgo que no sólo generó la estructura regulatoria de la Comisión de Valores de España, sino

que también introdujo ciertas modificaciones fundamentales a las leyes impositivas, que impulsaron la actividad en la industria. En Ecuador se puede destacar el FONDEPYME, una regulación nueva destinada a fortalecer la competitividad de las PYMES, creando nuevos fondos y reestructurando los existentes. En virtud de estas normas se creó un “Fondo de Desarrollo para la Pequeña y Mediana Empresa” (“Fonapyme”).

5.4.3 Codificación de derechos contractuales

En un sistema de derecho civil se poseen normas legales específicas que rigen una amplia gama de contratos y cuestiones contractuales. Por ello la primera fuente a la que se dirigen los abogados y jueces de un país de derecho civil en cuestiones contractuales son las leyes y códigos. Esto significa que en los hechos, muchos temas que no tienen sustento normativo presentan la potencialidad de ser mal interpretados. También significa que a fin de facilitar y de crear incentivos para los inversores de capital de riesgo, podrían modificarse los códigos de comercio, de hecho en Ecuador el pasado 18 de septiembre del presente año se planteó un nuevo Código de la Producción que establece ciertos tratamientos para inversión extranjera, aunque no se centra específicamente en el Capital de Riesgo. Un posible enfoque que permitiría reducir la posibilidad de errores de interpretación de los derechos de salida sería la “codificación” de los mismos en la ley. Por ejemplo, podría dictarse una norma que definiera el derecho de “drag-along” como el derecho del beneficiario a obligar a otra parte a vender sus acciones a un tercero, disponiendo expresamente que el drag-along es un derecho válido y exigible. También podrían modificarse los códigos de comercio disponiendo que las partes puedan convenir aspectos específicos del drag-

along, como por ejemplo, las circunstancias en que puede ejercerse dicho derecho.

La inclusión de los derechos de salida en la normativa legal podría ofrecer beneficios que irían más allá de la cuestión de su exigibilidad, ya que el hecho que tengan sustento normativo, proporcionaría una base a partir de la cual entender la estructura de las inversiones. Como lo señala un artículo publicado en Euromoney, un factor frustrante en las negociaciones de las condiciones preliminares es la falta de conocimiento por parte de las empresas de los términos típicos de este tipo de operaciones. Pero incluso cuando existe ese conocimiento, las partes deben confirmar que sus definiciones sean coherentes, a fin de evitar posteriores desacuerdos y decepciones. Ello es especialmente cierto cuando los inversores y la empresa provienen de diferentes culturas, con distintas prácticas comerciales y sistemas jurídicos.

La codificación de los derechos de salida no resolvería todos los problemas de salida descritos anteriormente. Aun con disposiciones normativas claras, los accionistas sometidos al ejercicio de dichos derechos podrían ir a juicio. Sin embargo, la codificación eliminaría el argumento de que todos o algunos de estos derechos no son exigibles, lo cual puede llevar a posiciones extremas en las negociaciones relativas a la salida.

5.4.4 Agilización del proceso judicial

Una forma de facilitar el cumplimiento de los derechos de salida sería disponer un proceso judicial de carácter sumario o abreviado cuando se produce un conflicto en tal sentido. La combinación de la codificación de los

derechos de salida y un proceso judicial abreviado puede llevar a resultados más rápidos y ciertos. La rápida solución de los conflictos relacionados con los derechos de salida también podría fortalecer la confianza de los inversores al considerar la posibilidad de realizar nuevas inversiones.

5.4.5 Organismos administrativos especializados

Una alternativa a la solución judicial de ciertos conflictos entre accionistas sería que una división especializada de un organismo administrativo se ocupe de dichos conflictos. Con el término “especializado” nos referimos a la capacitación del personal de ese organismo para que estén familiarizados con la naturaleza de las inversiones de riesgo y las estructuras legales relacionadas con dichas inversiones. Quitar estos temas de la competencia de los tribunales no sería más drástico que el enfoque de aceptar el arbitraje privado como método alternativo de resolución de conflictos.

Los modelos de juicios abreviados y organismos administrativos especializados no pretenden reemplazar al proceso arbitral. Una diferencia importante entre un “Modelo de Decisión Administrativa Especial” y el arbitraje privado es que el organismo administrativo podría tener mecanismos para exigir el cumplimiento de sus resoluciones, los cuales no existen en forma directa dentro del arbitraje privado y que podrían resultar fundamentales a la hora de proveer una reparación efectiva. De ese modo, las partes podrían someter ciertos temas técnicos a arbitraje y otras cuestiones a un proceso judicial abreviado o a un organismo administrativo especializado.

Desde el punto de vista de la toma de decisiones, el modelo del organismo administrativo especializado ofrece dos claras ventajas respecto de los tribunales. En primer lugar, un problema importante de los tribunales es la falta de conocimiento de los jueces respecto de los derechos contractuales propios de la inversión de capitales de riesgo. En segundo lugar, el organismo podría tener interés en garantizar condiciones de juego equitativas. Del mismo modo que el legislador de títulos valores se ve impulsado por el interés de garantizar la integridad del mercado, los jueces administrativos tendrían más en claro la importancia del capital de riesgo para el país, lo cual, en ausencia de otros factores, reduciría la posibilidad de que se tomen decisiones incoherentes debido a factores no legales. De ser adecuadamente instrumentado, el modelo de organismo administrativo especializado también ahorraría tiempo. Los procesos podrían ser más breves, lo cual es difícil de lograr en el caso de un proceso judicial, incluso en el caso de los juicios sumarios o abreviados.

Ecuador al no trabajar con Capital de Riesgo debe ser varias reformas, y crear nuevas leyes que fomenten esta industria para una activación más rápida del sector empresarial de enfoque.

CAPÍTULO 6

6 CONCLUSIONES

A lo largo de la investigación se ha podido constatar la importancia de implantar en el Ecuador nuevos mecanismos de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas, ya que éstas han sido parte relevante del motor que impulsa la economía nacional y no se ha dado la atención necesaria a esta industria.

CONCLUSIÓN 1

El mercado monetario ha tenido un crecimiento continuo en el período analizado, las captaciones siempre han superado las colocaciones del sistema, por lo que se puede determinar la existencia de liquidez en el SFN. La bancarización también ha mejorado su ratio, lo que demuestra la confianza de la población en las instituciones financieras ya que existen más depositantes. En cuanto a la profundización financiera sin duda alguna ésta también ha crecido, en 2009 las captaciones representaron el 33,78% del PIB y las colocaciones el 27,25%, demostrando que el mercado monetario se convierte en un punto más importante para la economía nacional. Y la densidad financiera que mide la cobertura de servicios financieros también aumentó su ratio alcanzando hoy en día los 16,83 puntos. Por lo que se puede concluir que el diagnóstico general del mercado monetario es totalmente positivo y se podría pronosticar que los indicadores analizados en 2010 seguirán creciendo ya que la crisis económica mundial no detuvo el desarrollo del sistema.

El subsistema más representativo es el correspondiente a los Bancos ya que posee más del 70% del mercado, seguido por las Cooperativas y en el último año han tomado fuerza las instituciones públicas. La cartera a la que más recursos son destinados es la comercial, mientras que la de microcrédito es la que menos recibe de todo el sistema financiero. Por lo que de la investigación se concluye que son tres las instituciones que más atención prestan a las PYMES, en primer lugar los bancos, pero solamente por la cantidad de dinero que destinan más no por la importancia de la cartera. Las cooperativas son las que más transacciones destinan al microcrédito siendo ésta una de sus carteras principales y por último las instituciones públicas que han aumentado notablemente la atención a esta industria. Pero se puede argumentar que si bien existe el apoyo a las PYMES con crédito, éste no es suficiente, ya que los principales bancos, excepto uno, no participan de esta cartera, las cooperativas aunque sea grande su interés su volumen en dinero no es el necesario, y aunque el gobierno ha implementado más programas para desarrollar la pequeña y mediana empresa estos no son tan conocidos al público lo cual es negativo para el impacto al que se quiere llegar. Dictaminando de esta manera que el mercado monetario en general no brinda suficientes programas de apoyo a las PYMES, y los pocos que posee no son difundidos de manera adecuada, cumpliendo de esta manera con un objetivo planteado inicialmente.

CONCLUSIÓN 2

El mercado de valores si bien ha tenido ciertas variaciones en los montos negociados anuales, se puede determinar que ha tenido un crecimiento ya que en 2009 representó el 12,35% del PIB, mayor a lo que representaba a inicios de década. Los títulos de renta fija más usados son las titularizaciones, bonos del estado y certificados de inversión. Y en cuanto a

títulos de renta variable las empresas predominantes son La Favorita y Holcim, empresas de tamaño grande. El Ecuindex que condensa la información de las empresas que cotizan en la bolsa de valores si se vio afectado por la crisis económica mundial pero a partir de allí ha tenido un crecimiento constante, por lo que el diagnóstico del mercado de valores es totalmente favorable ya que cada vez toma mayor relevancia a nivel empresarial. En cuanto a su relación con las PYMES podemos concluir que este mercado empezó una nueva manera de fomentar a esta industria a través de su programa MiPymeBursátil, con la limitación que se está trabajando únicamente con títulos de renta fija. El mercado de valores se ha centrado en grandes empresas desde su creación, y no es sino hasta este último año que han planteado este mecanismo de financiamiento para PYMES .Pero es un buen comienzo lo que permite que el objetivo planteado sobre el diagnóstico del mercado de valores este cubierto.

CONCLUSIÓN 3

Históricamente la pequeña y mediana empresa en el país se ha desarrollado en aspectos claves del convivir nacional como la absorción de empleo, la producción de bienes y servicios para atender las necesidades básicas de la sociedad nacional, la generación de riqueza. No está, por lo tanto, en discusión su aporte al desarrollo del país, sino los problemas que afectan su desenvolvimiento y que impiden que pueda desplegar todas sus potencialidades.

Se ha podido verificar que, al interior de las empresas, subyacen problemas relacionados con el atraso tecnológico, métodos de gestión y otros muy relacionados con la forma de producir, vender y administrar del pequeño empresario. Y uno de las problemáticas más importantes es la falta de

financiamientos para los proyectos de las PYMES, lo que ha frenado su potencial crecimiento.

La pequeña y mediana empresa no solo aportan a la economía nacional, sino también a la familiar que es base para un país. Siendo la principal fuente de financiamiento para PYMES los ahorros personales, causa una disminución en el consumo reduciendo el crecimiento del PIB nacional ya que éste es uno de sus integrantes.

Dada la estructura de las PYMES como Sociedad Anónimas hace que su capital sea muy cerrado y solamente comprenda el aspecto familiar. Por lo que un punto a vencer para que las pequeñas y medianas empresas encuentren más fuentes de financiamiento es la apertura de su capital en las empresas.

CONCLUSIÓN 4

El Capital de Riesgo ha demostrado que históricamente ha desarrollado la industria de las PYMES y ha llevado a muchas empresas a otros niveles de ventas y gestión. El aporte que da este tipo de intermediación financiera a las empresas va más allá de solamente otorgar un crédito como las instituciones del SFN, sino que se comprometen hasta cierto grado de involucramiento en las empresas para lograr que éstas tengan éxito y así poder obtener los rendimientos esperados.

En el Ecuador el Capital de Riesgo no ha tenido ningún tipo de presencia, llegando al punto de retirar al país de los estudios que hacen sobre Latinoamérica para inversionistas de riesgo.

Las instituciones que manejan los fondos de Capital de Riesgo, presentan una estructura muy clara que se la tiene que aplicar para la viabilidad de este mecanismo de financiamiento para las PYMES en el país. Es muy obvio el impulso que tiene una empresa que se financia con capital de riesgo versus una que simplemente crece conforme a la industria. Todos los países que han manejado y tienen más experiencia en este tipo de inversión presentan indicadores macroeconómicos positivos en función del aporte de las PYMES a la economía.

No cabe duda, que son muchos los factores analizados para que un inversionista de riesgo ingrese con su dinero al país, entre ellos los principales es la continua inestabilidad política, que no brinda la seguridad necesaria para el normal desarrollo de las empresas, y el poco acceso a fuentes de financiamiento para las PYMES.

Dado lo analizado en la investigación el Capital de Riesgo es la alternativa adecuada para apoyar en el financiamiento a las PYMES, resolviendo los problemas de liquidez en el sector de otorgamiento de créditos para la industria de pequeñas y medianas empresas; ya que estas empresas financieras asumen los riesgos que las demás instituciones financieras no lo harían, logrando así fomentar el crecimiento de las mismas.

CONCLUSIÓN 5

El marco legal actual compuesto por la Ley de Compañías, Ley General de Instituciones Financieras, Ley de Mercado de Valores, entre otras no permiten que el capital de riesgo sea un mecanismo de financiamiento para las PYMES.

Uno de los puntos legales más importantes de a resolver es el derecho de los accionistas minoritarios de una empresa dentro de un Buen Gobierno Corporativo, ya que el Capital de Riesgo en su principal función no es tener un dominio mayoritario y por eso se busca legalmente la protección del inversionista de riesgo.

Y la segunda problemática a solucionar son las vías de salida del inversionista, ya que se presentan modalidades que no se prevén en las leyes ecuatorianas, como son lo Ofertas Públicas iniciales, pero con la debida promoción de las PYMES en las Bolsas de Valores, ya que como se concluyó en mercado de valores se presta más atención a las grandes empresas; las ventas tipos trade-sale y por último los acuerdos de opciones de venta.

El cumplimiento contractual y viabilidad legal es esencial para el inversionista de Capital de Riesgo, ya que busca seguridad jurídica en caso de conflictos los demás accionistas de la empresa.

CAPÍTULO 7

7 RECOMENDACIONES

RECOMENDACIÓN 1

Uno de los principales actores en el impulso a las PYMES es el Estado ecuatoriano, si bien en el año 2009 el apoyo que se ha dado a este sector empresarial ha sido mucho mayor que otros, aún no es el suficiente, por eso es necesario que el gobierno fortalezca sus funciones de regulación; armonice la política arancelaria , financiera, de contratación pública, de ciencia y tecnología, de comercio exterior y demás aspectos macroeconómicos para fortalecer el aparato empresarial, y parte del alto gasto en propagandas del gobierno debe destinarlos a difundir los procesos de capacitación, de innovación tecnológica, de mejoramiento de la calidad y demás programas de apoyo que los ministerios tienen para las PYMES, ya que es mínimo el porcentaje de pequeños y medianos empresarios que se benefician de el apoyo gubernamental.

Además, dado el comentario del MICIP sobre la posibilidad de trabajar con Capital de Riesgo en el país en la revista Criterios, se recomienda, dada lo oportuna investigación realizada, dictar un propuesta al gobierno nacional para iniciar la viabilidad para el desarrollo de la industria del Capital de Riesgo.

RECOMENDACIÓN 2

Sin duda alguna el empresario es el responsable último de su propio desarrollo, por ello se recomienda no solamente esperar el apoyo

gubernamental sino que independientemente buscar e invertir en capacitación y asesoría para procurar una óptima combinación de los factores productivos a fin de elevar sus estándares de productividad y calidad; debe también acelerar los procesos de innovación de sus sistemas de gestión, en todas las fases del proceso productivo.

Y algo muy importante que va más allá de los aspectos legales para la viabilidad del Capital de Riesgo, es que las PYMES, que son de carácter familiar, necesariamente deben romper paradigmas personales y dar apertura a capitales de terceros en su empresa, visualizando que es para un crecimiento a largo plazo para la empresa y no como un pérdida de dominio minoritario a corto plazo.

RECOMENDACIÓN 3

Una recomendación a nivel de investigación para mejorar los resultados de la misma, es que se deben aprovechar los datos más actualizados posibles sobre la situación de las PYMES en el país, por ello la información que se obtenga de este Censo Empresarial 2010 que está realizando el INEC va a ser muy valiosa para las aportaciones de la situación actual de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador, ya que la información que se ha utilizado es del último estudio al respecto realizado en el año 2002.

RECOMENDACIÓN 4

Se debe fomentar de manera legal la creación de empresas que fomenten el apoyo a las PYMES, es decir no solamente los programas de gobierno deben asistir a los empresarios, sino que pueden existir Incubadoras de Empresas que asesoren al emprendedor en cómo redactar un plan de negocios

efectivo, realizar una buena planificación y preparación de la presentación para los inversionistas. De igual manera es necesaria la ejecución de las reformas presentadas a las leyes actuales para que se tenga una base firme sobre la cual al Administradoras de Fondos de Capital de Riesgo, o bien los Clubes de Inversionistas puedan desarrollarse en el país, de esta manera se dará una seguridad jurídica para que la inversión extranjera ingrese al país.

Dado que primero se debe dar a conocer este nuevo mecanismo de financiamiento para PYMES, se recomienda a estas nuevas empresas que se deben crear realizar conferencias de introducción presentando las grandes ventajas que tiene el abrir el capital de la empresa y el crecimiento que tiene a diferencia de la industria.

RECOMENDACIÓN 5

El Sistema Financiero Nacional, dada la cantidad de captaciones y colocaciones que genera, es muy poco el apoyo al microcrédito y Comercial PYME, por ello se recomienda que en especial los bancos más grandes del subsistema, a excepción del Pichincha, participen de la cartera de microcrédito ya que actualmente tiene participación nula en este tipo de crédito.

Además las Cooperativas, que son quienes más atención dan a este sector empresarial, deberían presentar propuestas al gobierno que pueden tener hasta un alcance impositivo por apoyar al crecimiento productivo de las PYMES

Y la recomendación para el mercado de valores, es que si bien ha iniciado el apoyo a las PYMES, deberían buscar el mecanismo de fortalecer el mercado

de negociación de títulos de renta variable acompañado de la debida promoción de las pequeñas y medianas empresas al cotizar en bolsa, ya que son un mecanismo de salida para los inversionistas.

8 ANEXOS

ANEXO NO. 1: COMPETITIVIDAD ECUADOR

The Global Competitiveness Index in detail

^ Competitive **Advantage** ■ Competitive **Disadvantage**

INDICATOR RANK/133

1st pillar: Institutions

Property rights	116	■
Intellectual property protection.....	126	■
Diversion of public funds	123	■
Public trust of politicians.....	123	■
Judicial independence	130	■
Favoritism in decisions of government officials.....	115	■
Wastefulness of government spending.....	126	■
Burden of government regulation.....	100	■
Efficiency of legal framework in settling disputes.....	119	■
Efficiency of legal framework in challenging regs	122	■
Transparency of government policymaking...122	122	■
Business costs of terrorism.....	75	■
Business costs of crime and violence	111	■
Organized crime.....	104	■
Reliability of police services.....	120	■
Ethical behavior of firms	122	■
Strength of auditing and reporting standards..109	109	■
Efficacy of corporate boards.....	119	■
Protection of minority shareholders' interests...104	104	■

2nd pillar: Infrastructure

Quality of overall infrastructure.....	99	■
Quality of roads.....	103	■
Quality of railroad infrastructure	113	■
Quality of port infrastructure.....	96	■
Quality of air transport infrastructure.....	73	■
Available seat kilometers*	69	■
Quality of electricity supply	93	■
Telephone lines*	78	■

3rd pillar: Macroeconomic stability

Government surplus/deficit*	54	■
National savings rate*.....	32	^
Inflation*	69	■
Interest rate spread*	90	■
Government debt*.....	46	^

4th pillar: Health and primary education

Business impact of malaria.....	92	■
Malaria incidence*	93	■
Business impact of tuberculosis.....	79	■
Tuberculosis incidence*.....	87	■
Business impact of HIV/AIDS	73	■
HIV prevalence*.....	69	■
Infant mortality*.....	75	■
Life expectancy*.....	59	■
Quality of primary education.....	120	■
Primary enrollment*	39	■
Education expenditure*	125	^

5th pillar: Higher education and training

Secondary enrollment*.....	97	■
Tertiary enrollment*	61	■
Quality of the educational system	122	■
Quality of math and science education	117	■
Quality of management schools.....	109	■
Internet access in schools	97	■
Local availability of research and training services	105	■
Extent of staff training	113	■

INDICATOR RANK/133

6th pillar: Goods market efficiency

Intensity of local competition	124	■
Extent of market dominance	119	■
Effectiveness of anti-monopoly policy.....	131	■
Extent and effect of taxation	107	■
Total tax rate*	43	^
No. of procedures required to start a business*.117	117	■
Time required to start a business*	116	■
Agricultural policy costs	100	■
Prevalence of trade barriers.....	133	■
Tariff barriers*	79	■
Prevalence of foreign ownership.....	118	■
Business impact of rules on FDI	130	■
Burden of customs procedures	112	■
Degree of customer orientation	126	■
Buyer sophistication	98	■

7th pillar: Labor market efficiency

Cooperation in labor-employer relations...117	117	■
Flexibility of wage determination.....	108	■
Rigidity of employment*.....	111	■

Hiring and firing practices	131	■	Gov't procurement of advanced tech products ..	125.■
Firing costs*	123	■	Availability of scientists and engineers	129
Pay and productivity.....	128	■	Utility patents*.....	79
Reliance on professional management	123	■		
Brain drain.....	103	■		
Female participation in labor force*.....	96	■		
8th pillar: Financial market sophistication				
Financial market sophistication.....	86	■		
Financing through local equity market.....	115	■		
Ease of access to loans	110	■		
Venture capital availability	114	■		
Restriction on capital flows	123	■		
Strength of investor protection*.....	100	■		
Soundness of banks	98	■		
Regulation of securities exchanges.....	85	■		
Legal rights index*.....	98	■		
9th pillar: Technological readiness				
Availability of latest technologies.....	123	■		
Firm-level technology absorption.....	116	■		
Laws relating to ICT.....	107	■		
FDI and technology transfer	120	■		
Mobile telephone subscriptions*.....	73	■		
Internet users*	93	■		
Personal computers*.....	59	■		
Broadband Internet subscribers*.....	96	■		
10th pillar: Market size				
Domestic market size index*	60	■		
Foreign market size index*.....	68	■		
11th pillar: Business sophistication				
Local supplier quantity	113	■		
Local supplier quality	111	■		
State of cluster development	114	■		
Nature of competitive advantage	115	■		
Value chain breadth.....	91	■		
Control of international distribution	80	■		
Production process sophistication	106	■		
Extent of marketing	88	■		
Willingness to delegate authority	93	■		
12th pillar: Innovation				
Capacity for innovation	114	■		
Quality of scientific research institutions....	129	■		
Company spending on R&D	120	■		
University-industry collaboration in R&D....	124	■		

ANEXO NO. 2: TIPOS DE CARTERA DE CRÉDITO

Se describe lo que es considerado en cada tipo de cartera de crédito, esta información se obtuvo de la Superintendencia de Bancos.

1. Crédito Comercial

Se entiende por créditos comerciales, todos aquellos otorgados a sujetos de crédito, cuyo financiamiento esté dirigido a las diversas actividades productivas. Las operaciones de tarjetas de crédito corporativas, se considerarán créditos comerciales, así como también los créditos entre instituciones financieras.

Cuando los sujetos de crédito sean personas jurídicas recién constituidas o personas naturales que todavía no tengan información financiera, la identificación del segmento al que pertenece el sujeto de crédito se basará en la proyección del nivel de ventas o ingresos totales anuales adecuadamente verificados por la institución financiera.

Para este tipo de operaciones el Banco Central del Ecuador, define los siguientes segmentos de crédito:

a) Comercial Corporativo

Son aquellas operaciones de crédito otorgadas a empresas cuyas ventas anuales sean iguales o superiores al nivel que conste en el Instructivo, dependiendo del sector económico al que pertenecen. Se incluye en este

segmento las operaciones de crédito instrumentadas a favor de tarjetahabientes titulares de este segmento.

b) Comercial PYMES

Son aquellas operaciones de crédito dirigidas a pequeñas y medianas empresas (PYMES) cuyas ventas anuales sean iguales o superiores a USD 100.000 e inferiores a los niveles de ventas anuales mínimos del segmento comercial corporativo que conste en el Instructivo, dependiendo del sector económico al que pertenecen.

También forma parte de este segmento las operaciones de crédito dirigidas a personas naturales que ejercen su trabajo como profesionales en libre ejercicio y registran un nivel de ingresos totales anuales por servicios prestados dentro de su actividad profesional, iguales o superiores a USD 40.000. Se incluye en este segmento las operaciones de crédito instrumentadas a favor de tarjeta habientes titulares constituidos exclusivamente como personas jurídicas dentro de este segmento.

Se entiende por profesional en libre ejercicio a toda persona con título universitario, politécnico o tecnológico que presta servicios a otras personas, sin relación de dependencia, por si misma o en asociación con otras personas y percibe un ingreso en forma de honorarios, participaciones u otra retribución distinta al sueldo, salario o remuneración.

2. Crédito de Consumo

Son créditos de consumo los otorgados por las instituciones controladas a personas naturales asalariadas y/o rentistas, que tengan por destino la adquisición de bienes de consumo o pago de servicios, que generalmente se amortizan en función de un sistema de cuotas periódicas y cuya fuente de

pago es el ingreso neto mensual promedio del deudor, entendiéndose por éste el promedio de los ingresos brutos mensuales del núcleo familiar menos los gastos familiares estimados mensuales.

Son personas naturales asalariadas las personas que trabajan en relación de dependencia sea en el sector público o privado y reciben un pago por su trabajo sea sueldo, salario, jornal o remuneración.

Son personas naturales rentistas aquellas personas que no trabajan (económicamente inactiva) pero perciben ingresos periódicos provenientes de utilidades de un negocio, empresa, alquiler u otra inversión.

Para este tipo de operaciones el Banco Central del Ecuador, define los siguientes segmentos de crédito:

a) Consumo

Son aquellas operaciones de crédito directo superiores a USD 600, otorgadas a personas naturales asalariadas, rentistas o trabajadores profesionales en libre ejercicio para adquirir bienes de consumo o pago de servicios. También forman parte de este segmento todas las operaciones de crédito directo de consumo inferiores a USD 600, cuando el sujeto de crédito tenga un saldo adeudado en créditos de consumo a la institución financiera, sin incluir lo correspondiente a tarjetas de crédito, superior a USD 600. Se incluye en este segmento las operaciones de crédito diferidas instrumentadas a favor de tarjeta habientes titulares que tengan un cupo mayor a USD 1.200 o con cupo ilimitado.

b) Consumo Minorista

Son aquellas operaciones de crédito directo otorgadas a personas naturales asalariadas, rentistas o trabajadores profesionales en libre ejercicio, para adquirir bienes de consumo o pago de servicios, cuyo monto por operación y saldo adeudado a la institución financiera en crédito de consumo, sin incluir lo correspondiente a tarjetas de crédito, no supere los USD 600. Se incluye en este segmento las operaciones de crédito diferidas instrumentadas a favor de tarjetahabientes titulares que tengan un cupo menor o igual a USD 1.200.

c) Microcrédito

Es todo crédito no superior a USD 20.000 concedido a un prestatario, sea una empresa constituida como persona natural o jurídica con un nivel de ventas inferior a USD 100.000, un trabajador por cuenta propia, o un grupo de prestatarios con garantía solidaria, destinado a financiar actividades en pequeña escala, de producción, comercialización o servicios, cuya fuente principal de pago la constituye el producto de las ventas o ingresos generados por dichas actividades, adecuadamente verificados por la institución del sistema financiero.

Cuando se trate de personas naturales no asalariadas, usualmente informarles cuya principal fuente de repago constituyan las ventas o ingresos generados por las actividades que emprenda, indiferentemente si el destino del crédito sea para financiar actividades productivas o para la adquisición de bienes de consumo o pago de servicios de uso personal, se entenderá a esta operación como microcrédito, y por ende la tasa de interés que se deberá aplicar será la de cualquiera de los tres segmentos de microcrédito que existe.

Se entiende por trabajador por cuenta propia a los trabajadores que desarrollan su actividad utilizando para ello, solo su trabajo personal, es decir no dependen de un patrono ni hacen uso de personal asalariado, aunque pueden estar auxiliados por trabajadores familiares no remunerados.

Cuando se trate de operaciones de microcrédito instrumentadas con metodologías de concesión de carácter comunitario, la tasa efectiva que se deberá aplicar a dichas operaciones de crédito, no deberán sobrepasar la tasa máxima del segmento al que corresponde el monto promedio individual que recibe cada miembro del grupo comunal sujeto de crédito. Este tipo de operaciones deberán ser reportadas de acuerdo a lo que establezca el Instructivo.

Para este tipo de operaciones el Banco Central del Ecuador, define los siguientes segmentos de crédito:

- **Microcrédito de subsistencia**

Son aquellas operaciones de crédito cuyo monto por operación y saldo adeudado en microcréditos a la institución financiera sea menor o igual a USD 600, otorgadas a microempresarios que registran un nivel de ventas anuales inferior a USD 100.000, a trabajadores por cuenta propia, o aún grupo de prestatarios con garantía solidaria”.

- **Microcrédito de acumulación simple**

Son aquellas operaciones de crédito, cuyo monto por operación y saldo adeudado en micro créditos a la institución financiera sea superior a USD 600 hasta USD 8.500, otorgadas a microempresarios que registran un nivel de ventas o ingresos anuales inferior a USD 100.000, a trabajadores por cuenta propia, o aún grupo de prestatarios con garantía solidaria. Cuando el saldo adeudado en micro créditos supere los USD 600 pero no supere los USD 8.500 aunque el monto de la operación sea menor o igual a USD 600, la operación pertenecerá al segmento de microcrédito de acumulación simple.”

- **Microcrédito de acumulación ampliada**

Son aquellas operaciones de crédito superiores a USD 8.500 otorgadas a microempresarios y que registran un nivel de ventas anuales inferior a USD 100.000, a trabajadores por cuenta propia, a asalariados en situación de exclusión, o un grupo de prestatarios con garantía solidaria. Cuando el saldo adeudado en micro créditos con la institución financiera supere los USD 8.500 indiferentemente del monto, la operación pertenecerá al segmento de microcrédito de acumulación ampliada.”

d) Vivienda

Son aquellas operaciones de crédito otorgadas a personas naturales para la adquisición, construcción, reparación, remodelación y mejoramiento de vivienda propia, siempre que se encuentren caucionadas con garantía hipotecaria y hayan sido otorgadas al usuario final del inmueble; caso

contrario, se considerarán como operaciones de crédito comercial, de consumo o microcrédito según las características del sujeto de crédito y del monto de la operación.

Dentro de este tipo de crédito el Banco Central del Ecuador para el cálculo de tasas de interés efectivas máximas define un único segmento de crédito, denominado Vivienda.

ANEXO NO. 3: CONSIDERACIONES DE LA INVERSIÓN DE CAPITAL DE RIESGO

Este anexo explica cada uno de los puntos que se analizan para la consideración de la inversión de Capital de Riesgo en el país.

Country Profile

ECUADOR

Overall Score: 51 (2007 - 43) Regional Ranking: 8th (tied) of 13 (2007 - 8th (tied) of 12)

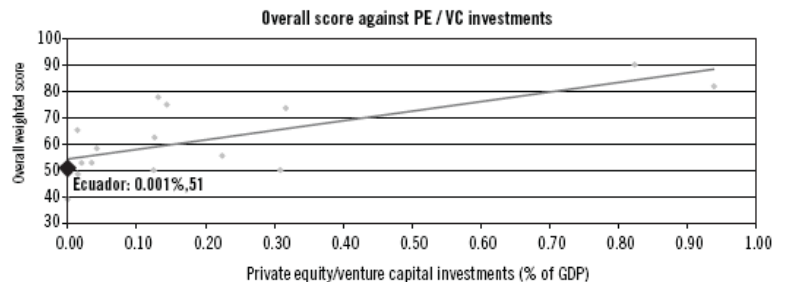
Ecuador's overall score improved based on gains in its tax treatment, on increased flexibility for institutional investors, on a stronger judicial system, and on better corruption control. It also posted a favorable score on entrepreneurship. The country's bankruptcy procedures were considered weaker than in 2007.

Strengths: The use of international accounting standards, tax treatment of PE/VC investments, and to a lesser extent entrepreneurship, are the country's main strengths.

Challenges: Weaknesses in the areas of corporate governance, minority shareholder rights, capital markets, enforcement of intellectual property rights, the judicial system and the control of corruption continue to hold Ecuador back.

	Score	Change
Overall score	51	▲ 8
Laws on VC/PE fund formation and operation	2	
Tax treatment of VC/PE funds & investments	4	▲ 1
Protection of minority shareholder rights	1	
Restrictions on institutional investors investing in VC/PE	3	▲ 1
Protection of intellectual property rights	1	
Bankruptcy procedures/creditors' rights/partner liability	2	▼ 1
Capital markets development and feasibility of exits	1	
Registration/reserve requirements on inward investments	3	
Corporate governance requirements	1	
Strength of the judicial system	1	▲ 1
Perceived corruption	1	▲ 1
Quality of local accounting/use of international standards	4	
Entrepreneurship	3	

Indicators are scored from 0-4 where 4=best score.
Overall score ranges from 0-100 where 100=best score



Aspects	Score (4-0)	Notes
Laws on PE/VC fund formation and operation	2	There are two types of relevant vehicles for fund administrators under 1998 legal reforms, the most

		<p>attractive being the collective investment fund or (fondo colectivo de inversión). This type of fund can invest in productive firms, and can itself sell shares. The possibilities of these legal vehicles have not yet been fully explored because of other factors inhibiting venture and equity capital. There are also (fideicomisos de inversion) investment trusts, which can be a cumbersome instrument. (Interviews January 2008 and December 2006).</p>
<p>Tax treatment of PE/VC funds & investments</p>	<p>4</p>	<p>Capital gains from the occasional transfer of fixed assets or shares (when such sales do not form part of the contributors' normal course of work) are exempt from income tax. Those received from investment funds are also tax exempt if the fund has paid income tax due. Dividends are not taxed when distributed, since they are paid out of already taxed corporate income. Income from interest, discounts and yields of a variety of financial instruments and mechanisms is treated as normal business income. It is subject to withholding tax of 10%, which may be applied as a credit in final income tax calculations. Companies are taxed at a rate of 25% of their net income, after subtracting 15% of this income for mandatory minimum distribution to the company's employees. They may obtain a 10% reduction in the income tax rate</p>

		on reinvested amounts. There are some tax incentives for infrastructure investments. (EIU Country Commerce December 2007, interview January 2008)
Protection of minority shareholder rights	1	Minority rights are covered in the Andean Corporate Governance Code that Ecuador adopted in January 2005, through a public-private partnership of government agencies, business associations, and the stock market. The Andean Development Corporation, the Multilateral Investment MIF, and the Bolsa de Quito are providing Ecuadorian firms training and technical assistance along with other international agencies over a four-year period. But this is a voluntary undertaking for firms. The Fondo Pais Ecuador finds the need to be strict by requiring changes in firm statutes when investing. (Interview January 2007)
Restrictions on institutional investors investing in PE/VC	3	At least a quarter of all pension funds invest in equities, especially traded stocks. Insurance companies are less active. Restrictions are generally light, though bigger obstacles than regulations are internal decision-making structures and the lack of attractive investment opportunities. (Interviews January 2008 and December 2006)
Protection of intellectual	1	EIU Risktracker scores. While intellectual property

property rights		laws are strong, enforcement is often weak. (US Country Commercial Guide 2007)
Bankruptcy procedures/ creditors' rights/partner liability	2	A 2005 IDB study gives Ecuador the highest score for strength of creditor rights. Partner liability is not a problem for investment by funds. But World Bank Doing Business rates bankruptcies in Ecuador as very lengthy, costly, and with a low recovery rate by regional standards. This reflects problems with the judicial system.(Interview January 2008
Capital markets development and feasibility of exits	1	Average of EIU Risktracker scores. With the exception of commercial paper, the local capital markets are not a major source of finance for local firms. Local IPOs are a fairly rare exit option. (EIU Country Commerce December 2007, interview January 2008)
Registration/reserve requirements on inward investments	3	No reserve requirements. Registration is simple, and takes place with Banco Central. No exchange controls. The Law on Promotion and Guarantee of Investments states that foreign investors enjoy (1) unrestricted transfer abroad in freely convertible currency of the profits generated by a registered investment, and unrestricted transfer abroad of the resources obtained by the total or partial liquidation of companies in which foreign investment has been made, or for the sale of shares, interests or rights,

		<p>as long as corresponding taxes are paid. Nevertheless, the sale of shares, interests or rights from one foreign investor to another must be registered with the Central Bank.</p> <p>Dollarisation reduces exchange risk and money controls. (EIU Country Commerce December 2007, interviews January 2008 and December 2006)</p>
Corporate governance requirements	1	<p>There is movement toward international best practice as Ecuador was the first country in the region to adopt the voluntary Andean corporate governance code, which is now being implemented (see minority rights above). But mandatory legal norms remain weak. Ecuador is rated</p> <p>very low by World Bank Doing Business 2008 on disclosure requirements and average in the region on director liability and shareholder ability to file suit. The Law of Companies does not refer to the board, except for banking entities, so it is not mandatory. The corporation's bylaws or its shareholders determine the establishment of its board and its makeup. For a meeting to change the company's statutes, half of the paid-up capital constitutes a quorum. (EIU Country Commerce December 2006, Interview January 2008)</p>
Strength of the judicial	1	Average of EIU Risktracker scores. The judicial

system		system is characterised by the slow resolution of conflicts and has been criticized for being aligned with the interests of different political parties. As a result, international companies often seek to solve judicial conflicts through international arbitration. (EIU Country Commerce December 2007)
Perceived corruption	1	EIU Risktracker score. Corruption in the political and economic arenas: The fragmented party system, the inability of the traditional parties to command broad national support and a high level of dissatisfaction owing to corruption allegations against congressmen have combined to boost public support for more radical solutions to Ecuador's political instability. Along with uncertainty about the future legal framework in light of the constituent assembly, Ecuador's complicated bureaucracy continues to slow investment decisions.
Quality of local accounting industry (international standards)	4	Standards comply fully with IAS in Ecuador's dollarized economy, and this is generally not a deterrent to investment. As of 2008, IFRS are required for all listed firms, and audits must verify compliance with IFRS. (Deloitte IAS PLUS 2008, interview January 2008, EIU Country Commerce December 2007)
Entrepreneurship	3	There is a modest level of entrepreneurship in recent years, and the beginnings of some

		energetic government support. (Interview December 2007, and World Bank Entrepreneurship/business start-up cost score).
--	--	--

9 BIBLIOGRAFIA

9.1 Libros:

- ALEÉ Raúl “Capital de Riesgo, una revisión del caso chileno”, Institute for Executive Development, 2002.
- BANCO CENTRAL DEL ECUADOR, “Proyecto de Ley de Mercado de Valores”.
- BARRERA Marco, “Situación y desempeño de las PYMES de Ecuador en el Mercado Internacional”, CAPEIPI.
- BATTEN Soriano Carlos Determinación de los riesgos financieros beta para las Empresas Ecuatorianas: Caso Supermercados la Favorita C.A.”, ESPOL.
- CÁMARA DE COMERCIO DE QUITO: “Boletín Económico Cámara de Comercio de Quito”, Marzo 2010.
- COMITÉ DE CAPITAL DE RIESGO Y CAPITAL DE DESARROLLO ACAFI, Chile.
- INEC, “Evolución del mercado laboral”, 2010.
- LATIN AMERICAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, “2008 Scorecard: The Private and Venture Capital environment in Latin America”, 2008, Estados Unidos.
- LEY GENERAL DE INSTITUCIONES FINANCIERAS.
- LEY DE MERCADO DE VALORES.
- LEY DE COMPAÑÍAS.
- MENDOZA Martin, “Capital de Riesgo en España”, 2005, España.
- MINISTERIO DE COMERCIO EXTERIOR, INDUSTRIALIZACIÓN, PESCA Y COMPETITIVIDAD. “Diagnóstico de la Pequeña y mediana industria”,

- PATIÑO Federico “México hacia la competitividad”.
- REGISTRO ESPECIAL PARA VALORES NO INSCRITOS
- REGLAMENTO DE GESTIÓN DE: ANGELS CAPITAL. FCR DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO, España.
- ROSS, “Finanzas Corporativas”, 5ta edición, 2005, Mc Grawhill.
- RUPERT, Pearce and Simon Barnes, “Raising Venture Capital”, primera edición, 2006, TJ International, Gran Bretania.
- SAMUELSON, Nordhaus, "Economía", 2006, McGraw-Hill, Madrid,
- S/A, “Proyecto de Ley de Comunicación del Ecuador: Análisis de los riesgos para la libertad de expresión”.
- TOBAR Paulina, “Desarrollo Financiero”, Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.
- VALLE, María del Carmen “Capital de Riesgo para el crecimiento y desarrollo de las pequeñas y medianas empresas”, 2007.
- VILEMA Carmen, “Análisis Técnico de los Procesos de Compra y Venta de una Pyme Comercial en la ciudad de Guayaquil durante el Primer Trimestre del año 2007”, 2007, Ecuador.

9.2 Fuentes virtuales:

- <http://andes.info.ec/economia/desempleo-en-el-ecuador-se-ubica-en-91-en-el-primer-trimestre-de-2010-11542.html>
- http://es.wikipedia.org/wiki/Balanza_comercial
- http://es.wikipedia.org/wiki/Coeficiente_de_Gini
- http://es.wikipedia.org/wiki/Derecha_politica
- http://es.wikipedia.org/wiki/Inversi%C3%B3n_extranjera_directa
- http://es.wikipedia.org/wiki/Izquierda_pol%C3%ADtica
- <http://es.wikipedia.org/wiki/Pobreza>

- <http://es.wikipedia.org/wiki/Pol%C3%ADtica>
- http://es.wikipedia.org/wiki/Socialismo_del_siglo_XXI
- <http://laalharaca.com/2008/08/30/analisis-constitucion-2008-por-el-dr-edgar-teran-teran/>
- <http://noticias.juridicas.com/articulos/35Derecho%20Fiscal,%20Financiero%20y%20Tributario/200205-265587410221261.html>
- <http://unidadsiporelcambio.wordpress.com/2010/02/02/los-tres-anos-del-gobierno-de-rafael-correa/>
- <http://www.bancoprocredit.com.ec/>
- <http://www.banrep.gov.co/>
- <http://www.banxico.org.mx>
- http://www.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=riesgo_pais
- <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Transparencia/Notas-Informativas/2010/Nota-Informativa-BCRP-2010-08-05.pdf>
- http://www.conasev.gob.pe/SOE/SOE_terminologia_menu.asp?p_seccion=XIV
- <http://www.coopjep.fin.ec/productos-servicios/creditos/microcreditos>
- http://www.coopprogreso.fin.ec/microcredito_individual.html
- http://www.dane.gov.co/daneweb_V09/
- <http://www.diariocritico.com/ecuador/2009/Diciembre/noticias/186074/pib-de-ecuador-se-contradera-en-2009.html>
- <http://www.ecuadorencifras.com/cifras-inec/canastaFamiliar.html#tpi=348>
- <http://www.edufuturo.com/educacion.php?c=4309>
- <http://www.edufuturo.com/educacion.php?c=4318>
- <http://www.edufuturo.com/educacion.php?c=4319>
- <http://www.edufuturo.com/educacion.php?c=4320>

- http://www.elciudadano.gov.ec/index.php?option=com_content&view=article&i4005:con-la-nueva-ley-el-mercado-de-valores-impulsara-a-los-sectores-productivos
- <http://www.elespectador.com/articulo182895-inversion-extranjera-colombia-sobrepaso-los-us6550-millones>
- <http://www.eluniverso.com/2005/01/07/0001/9/A532CC9F151C4AB9A-AF00771A5803D55.html>
- <http://www.eluniverso.com/2010/09/03/1/1356/pequenas-empresas-podran-acceder-bolsa.html?p=1356&m=1226>
- <http://www.eluniverso.com/2010/03/02/1/1356/riesgo-pais-3-mil-puntos-un-ano.html>
- <http://www.gobiernocorporativo.com.ec/>
- <http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/ley-de-educacion-eliminaria-universidades-particulares-419674.html>
- <http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/mypime-bursatil-impulsa-negocios-426393.html>
- <http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/regulacion-a-mercado-de-valores-358362.html>
- <http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/tasas-de-interes-en-el-debate-310473.html>
- <http://www.investecuador.ec/index.php?module=Pagesetter&func=viewpub&tid=2&pid=8>
- http://www.lafise-inv.com/lafise-lim/download/Glosario_Capital_Riesgo.pdf
- http://www.mipro.gob.ec/index.php?option=com_content&view=article&id=1203:mipro-presento-programa-fondepyme&catid=74:boletines-publicados-&Itemid=10
- <http://www.mushucruna.com/creditoNecesidad.php>

- http://www.pequenaindustria.com.ec/index.php?option=com_content&task=view&id=156&Itemid=25
- <http://www.planecuador.gov.ec/pages/interna.php?txtCodInfo=116>
- <http://www.proinversion.gob.pe/0/0/modulos/JER/PlantillaStandardsinHijos.aspx?ARE=0&PFL=0&JER=1537>
- <http://www.sbif.cl/sbifweb/servlet/Glosario?indice=5.0&letra=C>
- http://www.superban.gov.ec/practg/sbs_index?vp_art_id=70&vp_tip=2
- http://www.superban.gov.ec/practg/sbs_index?vp_art_id=55&vp_tip=2
#UP
- <http://www.unctad.org/Templates/StartPage.asp?intlItemID=2527&lang=3>
- <http://www.utpl.edu.ec/fondepymes/>
- <http://www.weforum.org/documents/GCR10/index.html>
- <http://www.weforum.org/en/initiatives/gcp/Global%20Competitiveness%20Report/index.htm>
<http://www.eluniverso.com/2009/01/14/1/1356/1FBD36925C974FE8B7CF6D8612067DF5.html>
- <http://www.wp2.pichincha.com/web/detallenoticia.php?idnoticias=92>
- <http://www.wp1.pichincha.com/web/temas.php?ID=82>