

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



**EMISIÓN DE DEUDA COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO DE LAS MYPES EN
EL SALVADOR**

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

EDER VLADIMIR HERNÁNDEZ CORPEÑO

KATYA MELISSA ORTIZ DE NAVAS

PARA OPTAR AL GRADO DE

MAESTRO EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

ABRIL DE 2018

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : MAESTRO ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO

SECRETARIO GENERAL : LICENCIADO CRISTÓBAL HERNÁN RÍOS BENÍTEZ

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : LICENCIADO NIXON ROGELIO HERNÁNDEZ VÁSQUEZ

VICEDECANO : MAESTRO MARIO WILFREDO Crespín ELÍAS

SECRETARIA : LICENCIADA VILMA MARISOL MEJÍA TRUJILLO

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LICENCIADO EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

TRIBUNAL EXAMINADOR : MAESTRO JUAN VICENTE ALVARADO RODRÍGUEZ

MAESTRO VICTOR RENÉ OSORIO AMAYA

MAESTRO JUAN FRANCISCO MERCADO CARRILLO

ABRIL DE 2018

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

AGRADECIMIENTOS

Agradezco y dedico este logro a Dios por permitirme alcanzar esta meta satisfactoriamente y por haberme concedido tener a mi abuela Rosita Jiménez (Q.D.D.G) que desde el cielo celebra este logro conmigo.

Infinitas gracias a mi madre Morena Mejía y a mi esposo Christian Navas por el apoyo incondicional en los momentos difíciles, esto no hubiera sido posible sin ustedes.

Gracias Vladimir Hernández por el compañerismo en el transcurso de esta maestría.

Katya Melissa Ortiz de Navas.

Agradecer a Dios por brindarme vida, salud y sabiduría a lo largo de todo el programa académico. A mis padres, Mirian Corpeño y Ángel Hernández por brindarme el apoyo, ánimo y motivación para continuar preparándome académicamente y a mi compañera de tesis Katya Melissa por su hospitalidad, apoyo y amistad durante todo este proceso.

Eder Vladimir Hernández Corpeño.

Como equipo de trabajo, agradecemos al Maestro Vicente Alvarado y al Maestro Víctor Osorio por el profesionalismo y el conocimiento aportado en el desarrollo de este tema de investigación.

Vladimir Hernández y Katya Ortiz

RESUMEN EJECUTIVO

Actualmente en el país, muchas micro y pequeñas empresas enfrentan la necesidad de solicitar préstamos para dar soporte a sus operaciones. Normalmente recurren a entidades financieras como cooperativas o bancos debido a que no son conocidas otras fuentes para obtener financiamiento. Al recurrir a éstos, los empresarios se ven obligados a pagar altas tasas de interés por el crédito solicitado. En ocasiones estas instituciones les niegan el crédito o les proporcionan un monto menor al que solicitan, pero con una tasa de interés alta.

La Bolsa de Valores de El Salvador, aparece como una alternativa de financiamiento, normalmente son las grandes empresas las que optan por ser emisores de deudas debido a que cumplen con los requisitos establecidos por la Superintendencia del Sistema Financiero. Las MYPES no cuentan con el capital necesario para optar a este tipo de crédito; es por eso que se plantea una metodología en la cual los microempresarios puedan recurrir a la Bolsa de Valores como una alternativa de fondeo, garantizando con esto que permanezcan en el mercado o incluso logrando un crecimiento competitivo.

INDICE GENERAL

RESUMEN EJECUTIVO	i
INTRODUCCION	1
CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	3
1.1 Antecedentes	3
1.2 Planteamiento del problema	6
1.3 Preguntas de investigación	9
1.4 Objetivos de la investigación	10
1.5 Justificación	11
1.6 Limitantes de la investigación	12
1.7 Hipótesis del trabajo	13
CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO	14
2.1 La Bolsa de Valores	14
2.1.1 Historia	14
2.1.2 Las MYPES y las Bolsas de Valores en el mundo	15
2.1.3 Custodia de Valores	16
2.2 Participantes de la Bolsa de Valores	17
2.3 Funcionamiento de la Bolsa de Valores de El Salvador	23
2.3.1 NRP-10	24
2.3.2 Riesgos de la emisión y Gobierno Corporativo	26
2.4 Las MYPES	29
2.5 CONAMYPE	30
2.6 Disposiciones legales sujetas a las MYPES	34
2.6.1 Ley de Fomento, Protección y Desarrollo para la MYPE (Ley MYPE)	34
2.6.2 Propuestas para modificar la Normativa actual para el acceso a la Bolsa de Valores de las MYPES.	35
2.7 Análisis propuesta de ley	38
CAPÍTULO 3: METODOLOGÍA	41
3.1 Tipo de investigación	41
3.3 Población y muestreo	42

3.3.1	Criterios de inclusión	44
3.3.2	Criterios de exclusión.....	44
3.4	Técnicas e instrumentos.....	44
3.5	Procedimiento.....	45
3.6	Estrategia para el análisis de datos.	46
CAPÍTULO 4 ANÁLISIS DE RESULTADOS		47
4.1	Recolección de datos	47
4.2	Captura de datos y organización de la información	47
3.2.1	Encuestas a MYPES.....	48
4.2.2	Encuestas a Casas de Corredores de Bolsa	67
CAPÍTULO 5 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....		79
5.1	Conclusiones	79
5.2	Recomendaciones	81
BIBLIOGRAFÍA.....		84
Anexo A Encuesta para MYPES		87
Anexo B Encuesta para Casas de Corredores de Bolsa		90

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Tipos de calificación de riesgo.....	22
Tabla 2 Diferencias de regulaciones entre las grandes empresas y MYPES	39
Tabla 3 Categorización de empresas según personal ocupado e ingresos brutos	43
Tabla 4 Unidades económicas según categorización de personal ocupado.....	43
Tabla 5 Personal ocupado según clasificación empresarial.....	43
Tabla 6 Cantidad de años en el negocio	48
Tabla 7 Cantidad de empleados en el negocio	50
Tabla 8 Personal ocupado.....	51
Tabla 9 MYPES y créditos	52
Tabla 10 Plazos de los préstamos bancarios en las MYPES.	53
Tabla 11 Empresas con dificultades para obtener un préstamo	54
Tabla 12 Análisis de los problemas encontrados.....	55
Tabla 13 Total empresas con créditos de instituciones no financieras	58
Tabla 14 Conocimiento de las MYPES sobre créditos en la Bolsa.....	59
Tabla 15 Punto de vista de las MYPES sobre la tasa de interés brindada por la Bolsa de Valores.....	61
Tabla 16 Conocimiento de las MYPES sobre las calificaciones de riesgo.	62
Tabla 17 Conocimiento de los costos de las calificaciones de riesgo	63
Tabla 18 Conocimiento de las MYPES sobre leyes para optar al financiamiento en la Bolsa.	64
Tabla 19 Interés de una guía para optar a un crédito en la Bolsa.	66
Tabla 20 Evaluación de los requisitos para registrar Emisores en la Bolsa de Valores para una MYPE.	77
Tabla 21 Evaluación de los requisitos para registrar Emisiones en la Bolsa de Valores para una MYPE. ..	78

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 Participantes de la Bolsa de Valores.	20
Figura 2 Funcionamiento de la Bolsa de Valores. Tomado de https://www.bolsadevalores.com.sv/	24
Figura 3 Crecimiento de las MYPES en el periodo de 2005 y 2011. Tomado de Directorio de Unidades Económicas 2011-2012 p.7	30
Figura 4 . Cantidad de años en el negocio de las MYPES. Fuente propia	49
Figura 5 Cantidad de empleados en el negocio de las MYPES. Fuente propia	50
Figura 6 Total MYPES con créditos en bancos/cooperativas. Fuente propia	52
Figura 7 Plazos de los créditos de las MYPES. Fuente propia	53
Figura 8 Total de problemas encontrados al obtener crédito por las MYPES. Fuente propia.....	55
Figura 9 Total de 9 MYPES que presentaron problema al obtener créditos. Fuente propia.....	56
Figura 10 Total de MYPES con créditos que no provienen de bancos/cooperativas. Fuente propia.....	58
Figura 11 Total de MYPES con conocimiento sobre optar a un crédito en la Bolsa de Valores de El Salvador. Fuente propia.....	59
Figura 12 Total de MYPES interesadas en un financiamiento en la Bolsa por una tasa menor. Fuente propia	61
Figura 13 Total de MYPES con conocimiento sobre la calificación de riesgo. Fuente propia	62
Figura 14 Total de MYPES con conocimiento sobre el costo de una calificación de riesgo. Fuente propia	63
Figura 15 Total de MYPES con conocimiento sobre proyectos que ayuden a su financiamiento. Fuente propia.....	65
Figura 16 Total de MYPES interesados en una guía para un financiamiento en la Bolsa de Valores. Fuente propia.....	66

INTRODUCCIÓN

En El Salvador, las MYPES forman parte esencial de la economía del país, pero se ven afectados por muchos factores que les impide dar el paso al siguiente escalón el cual sea llegar a catalogarse como pequeña o mediana empresa. Entre los elementos que vienen a afectar el crecimiento de estas empresas se mencionan:

- La delincuencia, ya que muchos empresarios deben pagar renta para poder seguir operando en su negocio.
- El Estado trata a este sector de igual manera que a las grandes empresas en cuanto a impuestos.
- Tasas de interés altas, y en ocasiones los bancos niegan los préstamos a las MYPES debido al riesgo crediticio (Checkley Keith, 2007) que representan por la naturaleza del negocio.

Esta investigación se enfoca en brindar un conocimiento a la sociedad sobre otra alternativa de financiamiento que permita a las micro y pequeñas empresas una tasa de interés menor al que actualmente les ofrece el sector bancario; esta opción es la Bolsa de Valores de El Salvador. Para desarrollar esta temática, la presente documentación se enfoca en 5 grandes áreas las cuales se mencionan a continuación:

En el capítulo uno se mencionan los antecedentes de las MYPES en las emisiones, se detalla la situación actual por la cual acuden a entidades que no están regulados financieramente, además se menciona cómo es la realidad de algunos países de Latinoamérica para este sector que han optado por entrar a la Bolsa. Se incluye un apartado para el planteamiento del problema, las

preguntas de la investigación y los objetivos que se persiguen, así como también las hipótesis. De esto surge la justificación y las principales limitantes que están presentes en este estudio.

En el capítulo dos, se incluye toda la documentación relacionada sobre las MYPES, CONAMYPE, el proceso y los involucrados en la Bolsa de Valores, leyes bajo las que se rigen las emisiones, información sobre Latinoamérica y cómo ha abordado la temática de estas en sus respectivas Bolsas.

En el capítulo tres se plantea la metodología y herramientas que fueron ocupadas para la recolección de datos, se elaboraron 2 instrumentos: un cuestionario que justifique la necesidad que tiene este sector para su financiamiento y otro cuestionario donde se obtuvieron opiniones de las Casas de Corredores de Bolsa para determinar las razones por las cuales los micro y pequeños empresarios no están eligiendo a la Bolsa. Se explica la técnica que fue ocupada para este estudio, se hace referencia a la población y a los elementos tomados en cuenta para seleccionar la muestra.

En el capítulo cuatro se hace un análisis de cada pregunta para ambos cuestionarios. Se realizan tabulaciones, gráficas y se brinda información que ayuda a responder las preguntas de investigación y a alcanzar los objetivos planteados.

El capítulo cinco muestra las conclusiones y recomendaciones de todo el trabajo en general. Las recomendaciones van listadas según la entidad a la que corresponda, a fin que las MYPES puedan emitir un día en la Bolsa de El Salvador.

CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1 Antecedentes

Las MYPES y la Bolsa

Hasta la fecha, no existe ningún registro de que alguna MYPE emita deuda (Gitman, 2003) en la Bolsa de Valores de El Salvador, debido que para ingresar a ésta, se hace mediante las Casas de Corredores de Bolsa las cuales se rigen bajo los estatutos de la *Norma técnica para la autorización y registro de emisores y emisiones de valores de oferta pública*, mejor conocida como NRP-10, se establecen los lineamientos que deben cumplir todas las empresas que desean optar a la emisión de deuda.

Estos lineamientos involucran aspectos que una MYPE no cumple debido a que en su mayoría son empresas start-up¹. Entre estos elementos se mencionan: Estructura jerárquica, proyecciones de ingresos a largo plazo, etc. Este sector a comparación de las grandes y medianas empresas no cuentan con una formalización estructural o capital que respalden sus emisiones. Cuentan solo con el apoyo que CONAMYPE puede ofrecerles para adquirir financiamiento a través de la banca y otras instituciones que son más accesibles para ellos debido a los requerimientos exigidos.

Las instituciones especializadas en las microfinanzas incluyen cajas de crédito, cooperativas de ahorro y crédito, bancos de trabajadores y financieras. Estas instituciones en los últimos años se han consolidado llegando a contar con aproximadamente 172 instituciones distribuidas en todo el territorio nacional. Su accionar se encamina

¹ Empresa emergente, se utilizan en el mundo empresarial aplicados a empresas que buscan arrancar, emprender o montar un nuevo negocio, y aluden a ideas de negocios que están empezando o están en construcción.

principalmente a los créditos de corto plazo y mayoritariamente, a financiar capital de trabajo de rápida rotación. Un 93% de las MIPYME's reciben financiamiento a través de estas instituciones (CONAMYPE 2004), para el 2004 se estimaba que existían mas de 500,000 MYPES (Verdad Digital, 2017)

Solamente un 18% de las pequeñas y medianas empresas tienen acceso al crédito bancario; siendo el grueso del financiamiento de la pequeña empresa las ganancias retenidas, que no son muy grandes, o créditos de proveedores que también son dados en condiciones de costos bastante elevados. (Banco Central de Reserva, 2008).

Un proceso en la Bolsa de Valores puede tardar algunos meses mientras las emisiones son colocadas. Las MYPES no cuentan con un margen mayor a un par de semanas para adquirir el financiamiento debido a que deben cumplir sus obligaciones a corto plazo. Esta podría ser una de las razones por las cuales éstas acuden a estas instituciones que apoyen su financiamiento a fin de solventar sus necesidades.

Otro elemento que influye en ésta decisión de acudir a instituciones no bancarias es por la accesibilidad en los requerimientos que solicitan. Algunas entidades son muy estrictas respecto a estos requisitos, ya que requieren proyecciones a largo plazo de las ventas, garantías, estabilidad en un periodo de tiempo y sobre todo la contabilidad que respalde a éstas empresas. En cambio otras son más accesibles debido a que se basan en aspectos más cualitativos como: entrevista y visita en los lugares de trabajo, aspectos económicos del núcleo familiar (ya que muchas empresas son del tipo familiar), En ocasiones estas instituciones que deciden dar el apoyo a los micro y pequeños empresarios son las que mayor tasa de interés pueden cobrar, debido a que conocen el riesgo sobre el cual están invirtiendo. Este sector de empresarios al

verse en un mercado bancario donde se les cierran las puertas, acceden a estos tipos de préstamos como última instancia para cubrir sus necesidades.

La Bolsa de Valores es una alternativa de financiamiento a la que optan las grandes compañías. Uno de los requisitos fundamentales que especifica la NRP-10 para poder optar a una emisión de deuda es que la empresa posea una calificación de riesgo. Una MYPE no puede optar a este tipo de costo, ya que son muy elevados y no garantiza que su calificación sea bien vista por los inversores, convirtiendo la emisión en una categoría de muy alto riesgo, en la cual probablemente existen muy pocos inversores interesados.

Actualmente existen algunas propuestas que intentan ayudar a que las MYPES se les facilite el acceso a una emisión de deuda en la Bolsa de Valores, con el cual se pretende modificar los requisitos que la actual norma la NRP-10 exige, con el objetivo de que estas empresas si puedan cumplir con los requerimientos para poder realizar sus emisiones.

Las PYMES y la Bolsa en el Latinoamérica

Perú ha involucrado a las pequeñas y medianas empresas en la Bolsa sin mayor logro. El efecto no ha sido el esperado para los inversores, estos perciben el riesgo de la colocación² de estas emisiones ya que no saben si la empresa persistirá en el mercado el tiempo que dure la colocación. No todas las emisiones son colocadas, éstas en vez de favorecerlas, terminan afectándolas ya que son considerados como costos hundidos. Al ver este efecto en el mercado peruano, son más las empresas de este sector que no desean optar por dicho tipo de financiamiento trayendo consigo el desinterés de adquirir más conocimiento sobre la Bolsa de Valores. Las consecuencias que conlleva esta situación viene repercutiendo en la

² Posibilidad de pérdida de la inversión en un instrumento financiero el cual el emisor no cumpla con el pago establecido.

monopolización de los financiamientos en los bancos debido a la poca competencia y al poco desarrollo del mercado referente a emisiones de deudas en la Bolsa (Galarza, 2012).

En España, las MYPES han ingresado a este sector desde el 2005. Se ha venido apoyando a estas empresas a raíz de la crisis económica y la dificultad de acceder a créditos financieros (Expreso.EC, 2013). El Director de Desarrollo del Mercado de la Bolsa de Madrid, Jesús Gonzales explicó que dicho sector tendrá acceso al mercado internacional para satisfacer la necesidad de los inversionistas en nuevos instrumentos a invertir, además que estas empresas darán un salto cualitativo porque tendrán un perfil más profesional al ingresar a la Bolsa; a su vez será la misma Bolsa de Madrid la que garantizará estas inversiones. Adicionalmente los inversionistas no tendrán que preocuparse por el riesgo cambiario³.

1.2 Planteamiento del problema

Las micro y pequeñas empresas en El Salvador son muy importantes para la economía nacional ya que de cada 10 empresas 9 son clasificadas como MYPES (Comisión Nacional de la Micro y Pequeña Empresa CONAMYPE), lo cual representan muchas fuentes de empleo para los salvadoreños. Son un grupo heterogéneo cuyas actividades son generadoras ingresos y de empleos, así mismo sirven como proveedores de insumos y prestadores de servicios (CONAMYPE, Marzo 2005).

“A este sector se le trata con los mismo controles e impuestos que a la gran empresa” (Guidos Guillermo, 2015) lo cual podría significar estar en desventaja ya que no tienen los fondos y recursos de las grandes compañías. CONAMYPE lanzó un programa nacional para el registro de estas empresas con lo cual pretendían dar asesorías para convertirse en proveedores

³ El **riesgo** de cambio o **riesgo cambiario** es el fenómeno que implica el que un agente económico coloque parte de sus activos en una moneda, o instrumento financiero denominado en moneda diferente de la cual utiliza este agente como base para sus operaciones cotidianas

de Gobierno, accesos a proyectos de CONAMYPE y a fondos de garantías, pero aun así no hay leyes o políticas orientadas al desarrollo de éstos.

Estas empresas tienen problemas, según estudios 9 de cada 10 empresas cierran al primer año y esto se puede dividir en 2 puntos: (L. Soriano, 2005).

Punto de vista de microempresarios: los principales factores de fracaso son externos a la compañía; tiene que ver con el entorno económico-político-social, aquí se encuentran razones que no hay suficiente apoyo estatal a este sector, la brecha es cada vez más grande entre las MYPES y las grandes organizaciones, poco acceso a financiamiento (y si hay financiamiento tiene un costo muy alto por la naturaleza del negocio) para poder desarrollar productos, estrategias, etc., los excesivos controles gubernamentales (los mismo controles y tasas impositivas que a las grandes entidades).

Punto de vista de analistas: aquí se centran que los problemas no son externos sino que dependen de las mismas MYPES, entre los principales problemas se listan los siguientes:

1. Problemas para vender: puede ser que la ubicación no es la idónea para encontrar el nicho de mercado en el cual operar, falta de conocimiento de las preferencias de los clientes, inexistentes planes de marketing, entre otros.
2. Problemas para producir: muy poca capacidad técnica para manejar la producción y las operaciones, desconocimientos del mercado, problemas para encontrar los suministros.
3. Problemas en la planificación: estrategias incorrectas o no adecuadas para obtener sostenibilidad.
4. Problemas en la gestión: no contar con el personal adecuado que ayude en los controles, políticas de inversión inexistente (se invierte en activo fijo excesivamente).

Adicionalmente, se puede resaltar que para el caso específico de las MYPES en El Salvador hay otro factor muy importante que afecta el éxito o fracaso de estas empresas como lo es la delincuencia, muchos microempresarios para poder desarrollar sus actividades, deben de pagar cierta cantidad para que la delincuencia no afecte sus negocios. Este desembolso constante de dinero es una de las principales razones por la cual los microempresarios tienen que retirarse del mercado, ya que este pago se hace insostenible en el tiempo y por ese motivo prefieren cerrar a correr el riesgo de ser afectados por la delincuencia.

En la actualidad las MYPES que solicitan préstamos en el sector bancario están expuestos a tasas de interés efectivas⁴, para el sector servicio el banco que menor tasa de referencia tiene es el Banco Cuscatlán con el 19% y el de mayor tasa de referencia es el Banco Davivienda con 66.25%. Para multidespacho, el Banco Azteca tiene el 94.28%, todos a más de 1 año plazo (Super Intendencia del Sistema Financiero, 2017).

En la Bolsa de Valores por medio de la herramienta de simulación de costos de financiamiento muestra que el costo para un crédito rondaría de 6% al 7 % (Bolsa de Valores de El Salvador, 2017).

Como se observa hay diferencias muy grandes respecto a los costos de financiamiento, sin embargo al no existir ninguna MYPE con créditos en la Bolsa de Valores (Resultado de encuestas a Casas de Corredores del presente trabajo) no se puede hacer una comparación directa entre un préstamo de banco a un préstamo de Bolsa para éste sector. Con ese dato de referencia se puede plantear la hipótesis de investigación que la Bolsa de Valores sería una alternativa de bajo costo.

⁴ Tasa de interés efectiva, nos referimos a la tasa que estamos aplicando verdaderamente a una cantidad de dinero en un periodo de tiempo. La tasa efectiva siempre es compuesta y vencida, ya que se aplica cada mes al capital existente al final del periodo

Este estudio se enfoca en como las MYPES puedan tener acceso a un financiamiento que sea menor al que les ofrece el sistema financiero (Banco, Sociedades de Ahorro y Crédito, Cooperativas) para lo cual la metodología a seguir será la norma NRP-10 que exige la SSF. En ésta se detallan todos los requisitos a cumplir para que una entidad pueda emitir deuda.

1.3 Preguntas de investigación

1. ¿Cuáles son los principales factores por los cuales las MYPES no pueden emitir deuda?
2. ¿Cuáles son los tipos de respaldo que solicitan a las empresas para la aprobación de una emisión de deuda?
3. Si las MYPES emiten deuda ¿Existirán inversionistas que compren debido a la naturaleza de las MYPES?
4. ¿Las MYPES tienen conocimiento respecto a financiarse a través de la Bolsa de Valores?
5. Si existiera una guía con los pasos para poder financiarse por medio de la Bolsa de Valores, ¿Habría interés por parte de las micro y pequeños empresarios?

1.4 Objetivos de la investigación

Objetivo general

Estudiar la normativa actual respecto a la Autorización de Registro de Emisores y Emisiones de Valores de Oferta Pública (NRP-10) que ayuden a la clasificación de los requisitos de difícil alcance que impiden que las MYPES opten a las emisiones como alternativa de financiamiento de bajo costo.

Objetivos específicos

1. Estudiar la NRP-10 sobre los actuales requerimientos, determinando las facilidades de cumplimiento así como los inconvenientes o dificultades a los que las MYPES podrían enfrentarse al momento de realizar una emisión bajo esta normativa.
2. Investigar sobre las MYPES y el nivel de conocimiento que tienen sobre la Bolsa de Valores de El Salvador.
3. Investigar la opinión de las Casas de Corredores de Bolsa respecto a la viabilidad de la emisión de deuda por parte de las MYPES.

1.5 Justificación

En la actualidad las micro y pequeñas empresas en El Salvador juegan un papel sumamente importante en la economía salvadoreña, ya que estas son consideradas como un sector de alto impacto económico-social, según estadísticas de CONAMYPE, 9 de cada 10 empresas en el país son MYPES.

Una de las principales características es que estas empresas para formarse necesitan poco capital (inversión) para comenzar operaciones, pero posterior a ello deben de tomar decisiones financieras como una necesidad para la supervivencia, crecimiento y rentabilidad a mediano y largo plazo.

Históricamente una parte de las empresas no logran la rentabilidad necesaria para la supervivencia por lo que se miran forzadas a finalizar sus operaciones en los primeros años. Mientras que otras para poder operar en el mercado recurren a créditos bancarios y por la naturaleza de su negocio los costos de financiamiento (tasas de interés) son altos lo cual no permite que estas empresas puedan consolidarse por la dificultad de cubrir la deuda adquirida.

En El Salvador se han implementado diversas políticas económicas que incluyen medidas referidas al empoderamiento y financiamiento que beneficien a estas empresas (Rogel Ileana, 2016), medidas que muchas veces han sido contrapuestas, sin embargo a pesar de que los gobiernos de turno hicieron y hacen los esfuerzos posibles aplicando ciertas medidas financieras para lograr mejoras en la economía, no se ha obtenido los resultados esperados en términos de mejora hacia el sector y acordes a los crecimientos de la economía mundial.

Es importante reconocer que la actividad financiera que afrontan no es una actividad eventual o de corto plazo que responde a situaciones coyunturales, por el contrario, es una

actividad que exige una visión de mediano y largo plazo y una planeación de los recursos, ya que deberá contar con motivos sólidos para buscar todo tipo de fondeo haciendo de esta una actividad estratégica de la empresa. Es así como la decisión de financiamiento impone desafíos que deben ser superados de la mejor forma posible para lograr el éxito de la empresa. Es imperante que este sector incorpore formas de obtener capital de una manera moderna o no tradicional como podría ser la Bolsa. Por lo tanto, es necesaria la elaboración de una metodología para la emisión de deuda de las MYPES como alternativa de financiamiento.

Al desarrollar esta investigación para obtener el fondeo a través de emisiones, se puede lograr lo siguiente:

- Contribuir a la competitividad de estas empresas en el mercado salvadoreño.
- Contribuir al crecimiento económico.
- Permitir que aprovechen de una mejor manera ventajas competitivas.
- A largo plazo proporcionar competitividad en mercados internacionales.
- Incrementar las ventas.

Finalmente, a nivel teórico se pretende brindarle a los micro y pequeños empresarios una metodología de cómo puede tener acceso a una alternativa de financiamiento y que ésta le pueda resultar más beneficiosa que un préstamo bancario. Se detallan todos los requisitos que debe cumplir, así como los pasos a seguir para que pueda tener acceso a este financiamiento.

1.6 Limitantes de la investigación

Las principales limitantes de esta investigación son:

1. Por la cantidad de MYPES (más de 500,000⁵) la obtención de una muestra representativa es difícil de lograr; por tanto ésta puede presentar un sesgo (Freund & Simon, 1994) cuya consecuencia puede llevar a datos o conclusiones erróneas.
2. Banco de datos incompletos y no actualizados de las MYPES en El Salvador, se tomó información de más de 10 años atrás (CONAMYPE 2004).
3. En los ejemplos de países de Latinoamérica y España que han elaborado leyes para facilitar el ingreso de las MYPES a la Bolsa, no hay acceso públicos a los resultados que dichas leyes lograron, es decir, se desconoce la cantidad de estas empresas emitiendo.

1.7 Hipótesis del trabajo

Hi: Las MYPES desconocen el proceso en la Bolsa de Valores de El Salvador como alternativa de financiamiento.

Hi: Obtener fondeo en la Bolsa de Valores mediante emisión de deuda por parte de la MYPE representará un beneficio ya que el costo sería más bajo que un crédito bancario.

Ho: Obtener un fondeo en la Bolsa de Valores mediante emisión de deuda por parte de las MYPE no representará un beneficio porque el costo será mayor al de un crédito bancario.

Hi: La MYPE no emite deuda en la Bolsa de Valores debido a que no cumplen con todos los requerimientos establecidos en la Ley de Mercados Bursátiles.

⁵ Capítulo 1. Antecedentes página 4

CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO

2.1 La Bolsa de Valores.

2.1.1 Historia

En 1960 inician los primeros esfuerzos por crear la primera Bolsa de Valores de El Salvador, la cual inicia operaciones el 15 de marzo de 1965, sin embargo, en 1976 se realiza la disolución. Fue hasta 1992 que se inauguran las instalaciones de la Bolsa de Valores por el presidente de la república Lic. Alfredo Cristiani transando en la sesión de negociaciones inaugural un total de ₡118,650 (\$13,560). Desde ese momento ha venido trascendiendo en el tiempo, en 1999 se convirtió la primera en Latinoamérica en inscribir valores extranjeros como los eurobonos de Guatemala (el vencimiento era para el año 2007).

Otro momento histórico en la Bolsa de Valores fue en el 2002. En ese año se incorporó un sistema electrónico para la realización de operaciones bursátiles entre los mercados primarios y secundarios. Así mismo, se inscribieron eurobonos de México 2012 y Costa Rica 2012.

El crecimiento que había presentado la Bolsa en esa época dio paso para que en el 2005 el Ministerio de Hacienda pudiera crear emisiones de deuda pública a través de bonos y Letras del Estado (LETES⁶), trayendo con esto la reducción de la deuda externa ya que se abrió paso a los inversores a otro tipo de inversiones como lo son bonos del estado. El crecimiento de esta Bolsa ha permitido el ingreso de valores extranjeros (bonos corporativos, bonos soberanos, acciones, etc.).

⁶ Letras del Tesoro Público la mayoría son valores a corto plazo, menos de un año. Estos son emitidos por la República de El Salvador y esta se compromete a pagar su valor en la fecha de vencimiento e incluso antes, si así se establece en el acuerdo

En el 2009 a pesar de la crisis económica, el mercado de la Bolsa siguió al auge, ya que se incorporaron 13 instrumentos financieros provenientes de varias partes del mundo, siendo entre estos bonos corporativos y soberanos, acciones, etc.

En el 2010 se incluyeron varias empresas de diferentes sectores que titularizaron por primera vez, como lo son: El Liceo Francés, Empresa Distribuidora de Electricidad Del Sur y la Alcaldía Municipal de San Salvador. (Web de la Bolsa de Valores, 2017)

2.1.2 Las MYPES y las Bolsas de Valores en el mundo.

Bolivia

En el 2014, se notificó de parte del Viceministro de Pensiones, un decreto que permitiría a las MYPES de Bolivia entrar a la Bolsa de Valores sin una calificación de riesgo. El precio de una calificación ronda los \$10,000.00; lo que hace imposible a una MYPE acceder a este proceso. Esta iniciativa surge como un apoyo a las MYPES para que obtengan fondos de otros recursos que vayan acorde a su capacidad de pago, ya que estos créditos son montos más altos pero a largo plazo. Recuperado de: (La Paz-ANF, 2014).

Perú

Existe una reducida cantidad de empresas que optan por las emisiones en el Mercado de Valores Peruano ya que los costos fijos son muy elevados en el proceso de emisión, debido a que estos se mantienen constantes independientemente del monto a emitir. Recuperado de: (Ministerio de Economía y Finanzas, 2014).

España

Las MYPES en España no son la excepción con respecto a los problemas presentados al momento de conseguir créditos financieros en los bancos. Es por esta razón que el Director de Desarrollo de Mercados de la Bolsa de Madrid, Jesús González, busca ayudar a este sector a través de la reducción de requisitos que normalmente son solicitados en una Bolsa tradicional, así mismo, se dará la garantía de la Bolsa de Madrid en respaldo para las emisiones. Este artículo detalla que las emisiones estarán abiertas para las inversiones internacionales, siendo un mercado potencial de 5,300 empresas MYPES que podrían emitir en la Bolsa.

No se detalla cuales requisitos se van omitir con la finalidad de ayudar a las MYPES a entrar en la Bolsa, tampoco se establece los aspectos básicos con los que debe contar una empresa de éstas para poder optar a las emisiones en la Bolsa, como por ejemplo: años mínimos de operación, estructura organizacional, ingresos de los últimos periodos, etc.

Recuperado de: (Revista Actualidad Empresarial, 2012)

2.1.3 Custodia de Valores

La custodia de los valores que se negocian en la Bolsa ha estado a cargo de la Central de Depósitos de Valores (CEDEVAL) comenzando operaciones desde 1998. Y desde el inicio ha jugado un papel clave en el mercado bursátil, especializándose en brindar servicio de custodia, administración, compensación y liquidación de valores. Todo valor que se quiera negociar en la Bolsa debe estar inscrito previamente en CEDEVAL.

Ésta se encarga de salvaguardar todas las transacciones negociadas en Bolsa que son emitidos para luego ser transferidos al inversionista. Este proceso es rápido ya que se encuentra mecanizado y da la garantía al inversionista que el instrumento financiero existe, asegurando así

su inversión. Se lleva registro de las operaciones y cuentas de cada cliente, con el fin de garantizar la transparencia y confianza de sus involucrados.

Ha facilitado la negociación de valores emitidos internacionalmente a través de la firma con reconocidos custodios globales, y como parte de la apertura al mercado global desde el año 2000 es miembro fundador de la Asociación de Depósitos Centrales de Valores de América (ACSDA).

Se pueden mencionar dos ventajas muy grandes que conlleva la centralización de los valores en CEDEVAL:

1. Garantiza a los usuarios de la Bolsa mayor seguridad en las operaciones de los instrumentos financieros permitiéndoles así realizar diferentes operaciones como las transferencias.
2. Brinda rapidez al momento de las transacciones, ya que cuenta con un sistema automatizado el cual permite realizar las operaciones de forma oportuna.

2.2 Participantes de la Bolsa de Valores

Toda empresa que desee convertirse en emisor debe ir a una Casa de Corredores de Bolsa (Casa) para solicitar su asiento en el registro de emisores de valores, siendo la Casa la responsable de asegurar el cumplimiento de los requisitos y obligaciones establecidos por ley, ésta presenta a la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF) una solicitud de autorización de asiento registral de emisores para ser aprobada.

El emisor interesado en registrar una emisión debe acudir a una Casa para solicitar su registro; ésta es la responsable de asegurar el cumplimiento de los requisitos establecidos por ley; para luego presentar a la SSF dicha solicitud de emisión de valores.

El Mercado de Valores es el conjunto de varios participantes, los cuales interactúan para darle "vida y dinamismo" al mismo. Todos desempeñan un papel importante para garantizar la transparencia, la confianza, el dinamismo y la seguridad del mercado. Estos participantes son:

Bolsa de Valores: facilita las negociaciones de valores y procura el desarrollo del mercado bursátil. Es el "lugar" en donde convergen la oferta y demanda de valores.

Demandantes de Valores: Son todas aquellas personas naturales o jurídicas que poseen superávit de recursos financieros. Y que deciden invertir esos recursos en el mercado de valores para obtener rentabilidad en las inversiones que realicen, es decir compran las emisiones que se colocan por parte de los emisores de deuda. Estos inversionistas se vuelven los dueños de las acciones o los bonos que compran. Estas transacciones solo se pueden realizar mediante una Casa de Corredores de Bolsa.

Emisores de Valores: Participan en el mercado emitiendo valores para su colocación y transacción en el mercado, de tal forma de captar recursos, es decir son todas aquellas personas o instituciones que recurren al mercado de valores para obtener un financiamiento. Son aquellas entidades que pueden ser públicos o privados como bancos, empresas de cualquier sector, el Banco Central de Reserva, el Ministerio de Hacienda, etc. Estas empresas emiten, es decir venden sus instrumentos financieros (bonos, activos, acciones, etc.) con el fin de obtener fondos y poder financiarse para algún proyecto o solventar alguna necesidad financiera. La información es pública, por lo que el inversor conoce de antemano a que empresas les está comprando dichos instrumentos.

Casa de Corredores de Bolsa: Son los intermediarios entre los demandantes de valores y los emisores de valores, ya que por ley estos no pueden ir directamente a la Bolsa de Valores,

todo debe ser a través de éstas. Se encargan de ofrecer a los demandantes de valores, los títulos que se ajusten más a su perfil de inversionista y de buscar inversionistas para los títulos de los emisores de valores.

BCR: El Banco Central de Reserva de El Salvador es el ente regulador de las operaciones de la Bolsa de Valores, es el encargado de establecer todas las leyes y normas que se deben cumplir en el mercado bursátil.

SSF: Superintendencia del Sistema Financiero es el ente que fiscaliza el sistema bursátil y sus participantes, verificando que se cumplan con todas las disposiciones legales establecidas.

Esquema principales participantes en el proceso de emisión en la Bolsa de Valores

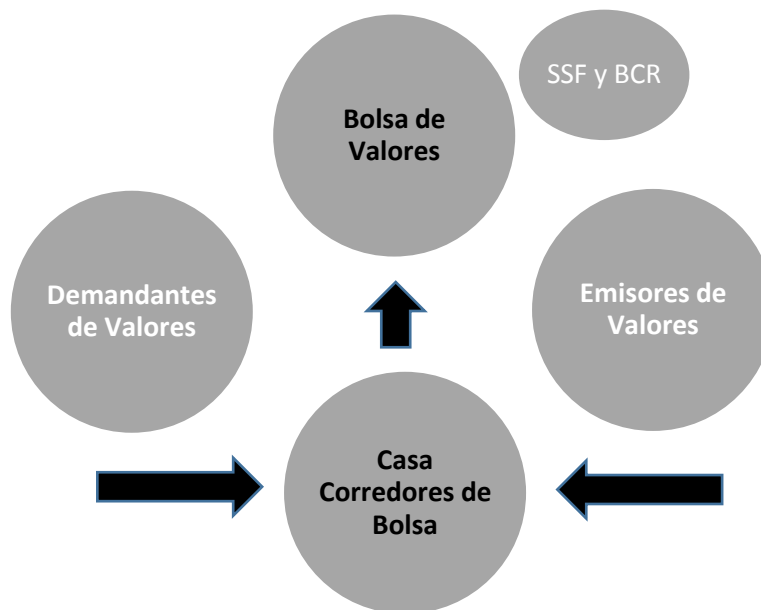


Figura 1 Participantes de la Bolsa de Valores.

Un actor implícito que se necesita para emitir en la Bolsa son:

Calificadoras de riesgo: Un elemento importante que influye en las emisiones de valores, son las calificaciones de riesgo que son otorgadas por las calificadoras. El objetivo de éstas es medir el riesgo a partir de evaluaciones cualitativas y cuantitativas a la empresa emisora sobre su capacidad de pago al inversor. Existen diferentes empresas calificadores de riesgo que operan en el país:

- Fitch S.A.
- Zumma Ratings
- Pacific Credit Ratings
- Global Venture.

- SC Riesgo Rating Agency

¿Para qué sirve una calificación de riesgo? La calificación de riesgo es una opinión de una entidad externa especializada en estudio de riesgo, sobre la calidad crediticia de una emisión de títulos, de esta manera se promueve la eficiencia y estabilidad en el mercado de valores, ya que a mejor calificación de un título será mejor visto por los inversionistas. La evaluación se realiza sobre la capacidad de la entidad emisora de cumplir con la obligación puntualmente de los compromisos financieros; la opinión se refiere a la calidad crediticia de la deuda más no de la empresa como tal y por lo tanto esta opinión no debe considerarse como una garantía de pago.

La evaluación de riesgo crediticio se basa en el análisis de la interrelación de aspectos cualitativos como cuantitativos que puedan afectar mayormente el cumplimiento de los compromisos financieros adquiridos por un emisor. Entre los aspectos que se toman en cuenta se podrían mencionar los siguientes:

Cualitativos: Entorno macroeconómico, sector en el que se desarrolla su actividad, posición competitiva tanto a nivel nacional como internacional, planes y estrategias, calidad de la administración, políticas de control y auditorías, entre otras.

Cuantitativos: Aspectos contables, financieros, mercado, proyecciones, flujos de ingreso, productividad, proveedores, clientes, entre otros.

Poseer una calificación de riesgo es un requisito importante que ha sido establecido desde 1998 en la Bolsa de Valores de El Salvador para todas las empresas emisoras. Un inversionista se siente más confiado y seguro para realizar sus operaciones en la Bolsa cuando conoce la calificación de riesgo de la empresa emisora.

Las calificaciones otorgadas varían dependiendo de la duración de la emisión (corto o largo plazo). También la nomenclatura varía dependiendo de la Calificadora de riesgo, por ejemplo Fitch tiene su mejor calificación la AAA lo cual significa que es una emisión que tiene prácticamente cero riesgo, por lo general la Tasa de Tesoro de Estado Unidos (FED) es el mejor ejemplo de esta clasificación.

En el siguiente cuadro se muestra el listado de calificaciones que la empresa Fitch otorga a las emisiones que evalúa, estas son calificaciones a largo plazo (más de 1 año de duración).

Tabla 1 Tipos de calificación de riesgo

Tipos de calificaciones de riesgo

AAA	Calificación más alta u óptima. Conocida como mejor grado de inversión. Los bonos del tesoro de Estados Unidos son la referencia
AA+	Emisiones de muy alta calidad crediticia. Los factores de protección son muy fuertes. El riesgo es modesto. Alta calidad de crédito. Los factores de protección ante los inversionistas son muy fuertes
AA	
AA-	
A+	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados. Sin embargo en periodos de baja en la actividad económica los riesgos son mayores y muy variables. Riesgo conservador
A	
A-	
BBB+	Los factores de protección son inferiores al promedio, no obstante se consideran suficientes para una inversión prudente. Existe una variabilidad considerable de riesgo
BBB	
BBB-	
BB+	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Los inversionistas que tengan estos portafolios son conscientes de las condiciones económicas, políticas y ciclos que puedan afectar la capacidad de pago.
BB	
BB-	
B+	Emisiones por debajo del grado de inversión. Existe riesgo de que no puedan cumplir las obligaciones. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos.
B	
B-	
CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos

<i>DD</i>	Las emisiones de esta categoría se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación. Tasas de retorno son altas dada la relación riesgo-beneficio.
<i>EE</i>	Sin suficiente información para calificar.

Cuadro de calificación según Fitch

Para corto plazo, las calificaciones de las emisiones poseen otra nomenclatura.

Calificándose de 1 a 5, siendo 1 la de menor riesgo y 5 la de mayor riesgo. Ambas precedidas por la letra N, tal como se describe a continuación:

- Nivel 1 (N-1): Su capacidad de pago es muy alta. Se considera que el pago del emisor en el tiempo pactado no se vería afectado por cambios en el mercado o la economía.
- Nivel 2 (N-2): Se considera que el emisor podría verse afectado levemente ante cambios en la economía a pesar que cuente con buena capacidad de pago.
- Nivel 3 (N-3): El emisor tiende a debilitarse ante cambios en la economía o en la industria aunque posea buena capacidad de pago.
- Nivel 4 (N-4): En esta categoría se encuentran aquellos emisores, que a pesar con que reúnen las características para ser buen pago, aun así no cumplen para ser catalogados como N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): El emisor no cumple con la información necesaria para su clasificación o no posee garantías.

En resumen, si una empresa desea emitir deuda el proceso a seguir se remite en la siguiente imagen.

2.3 Funcionamiento de la Bolsa de Valores de El Salvador

El funcionamiento de la Bolsa se rige por las Norma Técnica para la Autorización y Registro de Emisores y Emisiones de Valores de Oferta Pública (NRP-10) la cual establece los

pasos a seguirse para la emisión de deuda por parte de las empresas y los procesos que siguen las Casas de Corredores a fin de seguir colocar las emisiones en la Bolsa.



Figura 2 Funcionamiento de la Bolsa de Valores. Tomado de <https://www.bolsadevalores.com.sv/>

2.3.1 NRP-10

Actualmente las empresas que desean emitir deuda en la Bolsa de Valores, deben cumplir ciertos requisitos establecidos en la NRP-10. Esta norma también estipula los pasos a seguir por parte de la Casa Corredora de Bolsa para solicitar la inscripción del emisor.

El artículo 4 y 5 de esta normativa establecen que un emisor interesado, debe acercarse a una Casa Corredora. El representante legal de la Casa deberá presentar la documentación que es requerida por la SSF, la cual se describe a continuación:

- Declaración jurada del representante legal del emisor, donde deberá manifestar que toda la información presentada a la Casa es veraz y de mantener siempre actualizada su información ante la SSF.

- Acuerdo firmado por la Junta Directiva de la entidad emisora.
- Estados financieros proyectados a 5 años, flujos de efectivos y todo lo relacionado a los ingresos futuros que reflejen la capacidad de pago de la emisión.
- Deben presentarse los objetivos financieros de la emisión y el segmento de mercado al cual estará dirigida dicha emisión.
- La escritura pública de la emisión.
- Prospecto de la emisión.
- Se debe realizar un valúo por parte de un perito que se encuentre inscrito en el Registro de Peritos de la Superintendencia en el caso de emisiones que se encuentren garantizadas con algún tipo de cobertura.

El artículo 11 establece que una vez la SSF autorice el asiento para la emisión, comunicará a la Casa Corredora que realizó la solicitud para que se proceda al pago de los registros del asiento con un máximo de 30 días. Luego, la SSF notificará a la sociedad especializada en depósito y custodia de valores y a la Casa que hizo el trámite en un máximo de 6 días hábiles.

Con esta notificación del asiento, la Casa procederá a solicitar la inscripción de las emisiones en la Bolsa.

El artículo 19 dicta que 3 días previos a la colocación, la Casa Corredora deberá comunicar por escrito a la SSF, en el caso de emisiones con coberturas debe notificarse 8 días previos a la colocación. Debe incluirse también un prospecto de la información actualizada del emisor.

La NPR-10 posee 3 anexos en los cuales describen el formato de portada a presentar a la SSF, la documentación escrita que debe ser presentada para la emisión en caso de acciones incluyendo cuando sea titularización.

Para las PYMES, optar a estos requisitos puede ser un problema ya que las empresas que son formales y llevan su contabilidad legalmente establecida, en ocasiones no poseen estados financieros proyectados para un largo plazo. Otro aspecto relevante es que el costo de la calificación de riesgo puede ser muy elevado, y no garantiza que la calificación sea buena, conllevando que los inversores no se sientan atraídos por este tipo de emisiones.

2.3.2 Riesgos de la emisión y Gobierno Corporativo

2.3.2.1 Riesgos

Entre los principales riesgos del inversionista en las emisiones se mencionan:

Riesgo de contraparte: Es la posibilidad de que el emisor del título de deuda no pueda cumplir con los términos del contrato de emisión, especialmente con el pago de capital e intereses.

En el sector MYPE, relacionado siempre al riesgo de contraparte, el inversionista tendrá un riesgo si compra un título a largo plazo a la empresa emisora, el cual está asociado a que la MYPE no prevalezca su funcionamiento en el tiempo y por lo cual no pueda pagar el título al vencimiento del mismo, ya que hay una alta posibilidad en Latinoamérica que la mayoría de MYPES no duren más de 3 años en el mercado; es decir comprar emisiones a 5 años o más de vencimiento es un riesgo que debe de tomarse en cuenta.

Riesgo de mercado: Es la posibilidad de que el inversor sufra pérdidas en su patrimonio por la disminución del valor del título en el mercado, este riesgo solo afecta si el inversor desea o

planea vender el título antes de la fecha de vencimiento, en caso contrario este riesgo no debe ser tomado en cuenta.

Riesgo de liquidez: Es la posibilidad que el inversor sufra pérdidas en su patrimonio por no poder deshacerse inmediatamente del título de deuda y lo tenga que vender a un precio mucho menor. Al igual que el riesgo de mercado este riesgo solo debe ser tomado en cuenta si el inversor desea vender el título antes de la fecha de su vencimiento caso contrario este riesgo no afecta la inversión.

Riesgo de tasa de cambio: Es la posibilidad de sufrir pérdidas por el deterioro del poder adquisitivo de la moneda en que se realiza la inversión, si esto ocurre el rendimiento de la inversión baja, este riesgo solo debe ser tomado en cuenta si el inversionista es internacional y posea una moneda diferente a la local, de lo contrario si es una empresa o persona del mercado local este riesgo es casi nulo.

Los principales riesgos del demandante en las emisiones son:

Riesgo de mercado: Es la posibilidad que la emisión de títulos que realice no encuentre inversionistas dispuestos a adquirir sus instrumentos, por tal motivo deberá de incrementar la tasa de interés para hacer más atractivos sus instrumentos para los inversionistas.

Riesgo reputacional: Es la posibilidad que no se encuentren inversionistas en el mercado dispuestos a adquirir las emisiones de determinada empresa debido a que esta tiene una mala reputación en el mercado de capitales, por ejemplo no haber podido pagar a tiempo emisiones anteriores o que esté involucrada en litigios legales como podrían ser lavado de dinero y por lo cual los inversionistas no quieran invertir para no verse relacionados con la empresa.

2.3.2.2 *Gobierno Corporativo*

La Bolsa ha incorporado el Gobierno Corporativo para dar paso al control de riesgos de las operaciones que se realizan en el día a día. Esta información es pública y se encuentra disponible en la página web de la Bolsa.

El Gobierno Corporativo busca crear transparencia de sus operaciones y dar mayor confianza y seguridad a los diferentes usuarios que están involucrados (Casas de Corredores, emisores, inversores, Superintendencia del Sistema Financiero, etc.). Este se rige por la NRP-11 (Normas técnicas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades de los Mercados Bursátiles). Este exige a detalle el organigrama, estados financieros, su clasificación de riesgos, etc. A fin de garantizar transparencia a los usuarios y al sistema financiero.

La Bolsa incluye en su sitio web un apartado de Gobierno Corporativo, que tiene información relacionado a los siguientes aspectos:

1. Pacto social.
2. Manual de políticas y gestión de riesgos.
3. Junta directiva y organigrama.
4. Estados financieros.
5. Clasificación de riesgos.
6. Funciones de los diferentes comités exigidos por la NRP-11 (Comité de riesgo y auditoría).
7. Informe anual.
8. Manual de conducta de los empleados.
9. Código de gobierno corporativo.

Se incluye también la información de las empresas emisoras que están inscritas en la Bolsa incluyendo sus estados financieros. Esto a fin de garantizar que los entes reguladores controlen a los emisores y se evite una crisis económica que pueda afectar al sistema financiero del país. Los inversores también pueden acceder a estos datos y así verificar la solidez económica de los emisores y de la Bolsa.

2.4 Las MYPES

En El Salvador, las MYPES forman parte de la fuerza productiva, trayendo consigo ingresos económicos a las familias salvadoreñas, reducción de la pobreza y el desempleo, impuestos que van a las arcas del estado que luego se ven reflejados en obras de seguridad, salud, educación, etc.

La principal ventaja de éste sector es que estas se enfocan en segmentos de mercados que son olvidados por las grandes empresas. El desarrollo de éstas es un objetivo del gobierno a través de CONAMYPE, a fin de crear una economía más estable para el país. CONAMYPE, sirve de intermediario para que dichas empresas consigan créditos, asesoramientos en cuanto a tecnología, canales de distribución, apoyo internacional o nacional a fin de promover sus productos, etc.

Entre los principales problemas que las afectan se mencionan:

1. Son tratadas de igual manera que las grandes empresas, es por esta razón que muchas microempresas les cuesta dar el paso al siguiente nivel, es decir catalogarse como pequeña empresa.

2. La delincuencia. Las extorsiones que sufren causan el cierre de sus negocios y surgen otras alternativas como migrar a Estados Unidos para poder mantener a sus familias.
3. Algunas no se encuentran legalizadas, por lo que hallar financiamiento se vuelve más difícil para su subsistencia.

Según el censo realizado por la DIGESTYC en el periodo de 2005 y 2011 para las empresas nacionales, las MYPES conformaban un 99.3% y 99.2% respectivamente del total de empresas que operan en el país.

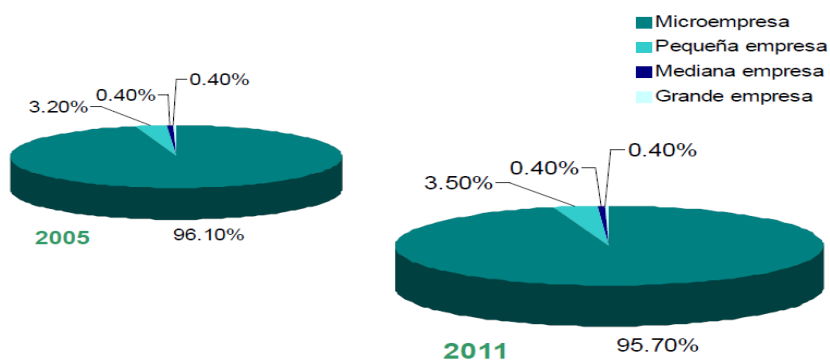


Figura 3 Crecimiento de las MYPES en el periodo de 2005 y 2011. Tomado de Directorio de Unidades Económicas 2011-2012 p.7

2.5 CONAMYPE

CONAMYPE surgió en 1996 como parte del decreto ejecutivo número 48 que originalmente estaba representada por 11 miembros (5 propietarios y 5 suplentes) y lo presidía el Vicepresidente de la República representado por Enrique Borgo Bustamante, la misión era impulsar y desarrollar una gama de micro y pequeñas empresas modernas, competitivas, rentables con capacidad de generar riqueza y empleo, articuladas dentro del sistema económico

del país. En 1999 pasó a formar parte del Ministerio de Economía con el objetivo de garantizar el desarrollo de la economía del país a través de las MYPES.

CONAMYPE como parte de la comisión del Ministerio de Economía de El Salvador que apoya a las micro y pequeñas empresas, ha ampliado sus servicios de atención a 32 oficinas en el territorio salvadoreño. Estas oficinas se subdividen en:

- Centros de Desarrollo de Micro y Pequeñas empresas (CDMYPE).
- Centros regionales de CONAMYPE.
- Oficina de CONAMYPE en Ciudad Mujer.
- Centro de Desarrollo Artesanal (CEDART).

CONAMYPE cuenta con el apoyo interinstitucional de diferentes instituciones públicas, universidades y agencias de cooperación. Algunas de éstas se mencionan a continuación:

1. Instituciones públicas: Ministerio de Trabajo, Ministerio de Economía, Ministerio de Educación, INSAFORP, Banco de Fomento Agropecuario, BANDESAL, CNR, ISSS, fondos provenientes de FANTEL, Ministerio de Relaciones Exteriores, entre otros.
2. Universidades: José Matías Delgado, Francisco Gavidia, Tecnológica de El Salvador, Panamericana, entre otras.
3. Agencias de cooperación: USAID, Fondo de Cooperación y Desarrollo Internacional de Taiwán, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Agencia de Cooperación Internacional de Japón, entre otras.

CONAMYPE ha venido innovando su plan de acción, involucrándose cada vez más en mejorar el entorno de desarrollo y operación de las MYPES a fin de reducir la diferencia de

productividad y efectividad con las grandes empresas. En el período de junio 2015 a mayo 2016 CONAMYPE ha atendido alrededor de 15,196 unidades económicas que corresponden a artesanos, emprendedores y microempresarios. Estos números se traducen de la siguiente forma:

1. Se pusieron en marcha 930 unidades económicas.
2. A través de CDMYPE, las micro y pequeños empresas tuvieron un incremento de venta nacional de \$20.3 millones y de \$581,062.79 a nivel internacional.
3. Con la ayuda de CONAMYPE, se legalizaron 224 empresas.
4. Los emprendimientos fueron apoyados tanto por organismos de cooperación como por entidades estatales, llegando a un total \$373,033.00 como capital semilla.
5. Se aprobaron créditos para las MYPES en la banca (estatal y privada), alcanzando un total de \$18.5 millones. Estos préstamos han ayudado a incentivar la economía, siendo el mayor beneficiario la línea de producción de calzado que obtuvo financiamiento principalmente de la banca estatal por \$9,500,000 proviniendo de BANDESAL con un total de \$2,150,000.00, el Banco Hipotecario por \$1,750,000.00 y por parte del Banco de Fomento Agropecuario de \$5,600,000.00.
6. Se realizaron ventas al Ministerio de Educación, referente a confección y calzado por un total de \$48.2 millones.
7. Asociaciones con empresas guatemaltecas de calzado, a fin de mejorar la tecnología de fabricación de calzado a 50 MYPES salvadoreñas.
8. Asesoramiento para obtener materia prima proveniente de Colombia para la fabricación de calzado.

9. Un total de 127 empresas fueron inscritas en el portal MIPYME online.
10. CONAMYPE también posee programas que ayudan a comunidades en extrema pobreza, aportando capital semilla a emprendedores, generando 701 empleos siendo un total de 226 unidades de negocios creadas.
11. Así mismo, con alianza del Ministerio de Relaciones Exteriores, en pruebas pilotos han buscado beneficiar a personas retornadas de Estados Unidos o México, cuya residencia sea en San Salvador o San Miguel en edad laboral que les permita iniciar su propio negocio.
12. “Un pueblo un producto”, así fue denominado el concurso de CONAMYPE patrocinado por el Fondo de Desarrollo Productivo (FONDEPRO) que fue financiado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Los participantes lograron un total de ventas locales de \$71,501.00 a través de diferentes canales de comercialización que están orientadas a promover estos productos nacionales.
13. “Sexto encuentro con los pueblos”. Proyecto financiado por Japón, Taiwán y fondos provenientes de la privatización de ANTEL (FANTEL), generando ventas por \$21,734.25. Este proyecto se encuentra orientado a promover la diversidad nacional a fin de ayudar a promover el proyecto “Un pueblo un producto”.

En conclusión, desde su creación, CONAMYPE ha venido desempeñando sus funciones para promover el desarrollo de las MYPES y así permitir el crecimiento de la economía. Resultados que se han visto reflejados en beneficios económicos para las familias salvadoreñas así como para la economía en general.

2.6 Disposiciones legales sujetas a las MYPES

2.6.1 Ley de Fomento, Protección y Desarrollo para la MYPE (Ley MYPE)

La ley MYPE surge en el 2010 como un apoyo para las micro y pequeñas empresas por parte de CONAMYPE y del Estado. Esta ley especifica la ayuda que se dará a las MYPES mediante programas y recursos que apoyan a éstos empresarios para garantizar su crecimiento y competencia en el mercado. Para esto se utilizan capacitaciones, asesorías, equipo tecnológico, etc. Todo con la finalidad de hacerlos crecer en todos los aspectos (financieros, posición de mercado, etc.). En esta ley se especifica la intermediación del Ministerio de Economía para crear sistemas de garantías, fideicomisos, así mismo BANDESAL, apoyándolos mediante el establecimiento de los lineamientos que deben cumplir éstas para poder optar al financiamiento.

En esta ley se especifican los tipos de empresas a los que va orientado los beneficios:

- **Microempresas:** Según la Ley de Fomento, Protección y Desarrollo para la MYPE se define como: “Persona natural o jurídica que opera en los diversos sectores de la economía, a través de una unidad económica con un nivel de ventas brutas anuales hasta 482 salarios mínimos mensuales de mayor cuantía⁷ y hasta 10 trabajadores” (p. 7).
- **Pequeñas empresas:** Según la Ley de Fomento, Protección y Desarrollo para la MYPE se define como: “Persona natural o jurídica que opera en los diversos sectores de la economía, a través de una unidad económica con un nivel de ventas brutas anuales mayores a 482 y hasta 4,817 salarios mínimos mensuales de mayor cuantía y con un máximo de 50 trabajadores” (p. 8).

⁷ En la escala de salarios por sector, se toma de referencia el sector con el salario más alto (Servicio).

Del capítulo 7 al 10 de esa ley se estipula que el órgano rector de esta ley es el Ministerio de Economía. Se atribuyen sus responsabilidades de acuerdo al margen de la ley, como lo son:

- Coordinar con CONAMYPE y el Ministerio de Educación, todos aquellos programas educativos que permitan el crecimiento y desarrollo de las MYPES.
- Buscar estrategias de mercado a fin de promover las exportaciones.
- Ayudar mediante mecanismos de intermediación que faciliten los trámites de creación, desarrollo y liquidación de dichos negocios.
- Promover los servicios financieros y no financieros, ayudando a estas empresas a que tengan accesos a estos.

CONAMYPE por su parte es el órgano ejecutor de esta ley. Entre algunas de sus obligaciones se encuentran:

- Coordinar con entes nacionales e internacionales a fin de promover el desarrollo de las MYPES.
- Promover encuentros locales o nacionales en donde participen los emprendedores.

2.6.2 Propuestas para modificar la Normativa actual para el acceso a la Bolsa de Valores de las MYPES.

Hay propuestas que pretende facilitar el acceso al mercado de valores para las MYPES ya que actualmente no hay ninguna empresa de éste sector con acceso a la Bolsa de Valores en El Salvador por no cumplir con la normativa vigente detallada en la NRP-10.

Con estas propuestas se pretende que los micro y pequeños empresarios tengan acceso a la Bolsa de Valores, creando nuevas condiciones específicamente para ellos, lo cual deja atrás la NRP-10. No obstante, las grandes empresas seguirán siendo sujetas a esta normativa NRP-10.

Por lo general las MYPES fallan en su proceso de crecimiento ya que dan mal uso de las ganancias o del financiamiento adquirido. Es por ésta razón que el destino del fondeo estará limitado para:

- Capital de trabajo,
- Proyectos de inversión,
- Reestructuración de pasivos.

Es decir el financiamiento obtenido no debe estar orientado al consumo, ni pago de dividendos, ni intermediación financiera, etc.

En esta iniciativa de ley se detallan nuevos requisitos para las MYPES para emitir en la Bolsa:

- Nombre de la MYPE, dirección y sucursales.
- Estructura organizacional.
- La empresa debe contar con un carnet proporcionado por CONAMYPE donde se le acredite como MYPE.
- Documentos de identidad e identificación tributaria en el caso de personas naturales.
- Documentos constitutivos en caso de personas jurídicas.
- Documentos de identidad de los administradores de la MYPE.
- Informes de ventas brutas anuales en los últimos 3 períodos.
- Información de los empleados que posee.
- Información financiera de la empresa.

Esto recalca que las emisiones de las MYPES no estarán sujetas a la Ley de Mercado de Valores pero que sus emisiones deben ser inscritas en la Bolsa y sus negociaciones se harán siempre a través de las Casas de Corredores de Bolsa. No obstante, no detalla que elementos de la Ley del Mercado de Valores no son aplicables.

Así mismo se establece que pueden ser negociados los cheques con pagos diferidos. Este cheque solo podrá ser negociado en una Casa Corredora y solamente podrá ser librado por una MYPE o a favor de una de éstas.

También se detalla que el cheque bursátil se registrará siempre por los requisitos del Código de Comercio. Este cheque será emitido en un formulario autorizado por la SSF donde se incluirá lo siguiente:

- Fecha en la cual será exigible la cantidad consignada en el cheque, la cual no deberá ser mayor de 365 días.
- Un literal que indique que solo será negociable a través de la Bolsa.
- Un literal que indique que el cheque solo podrá ser endosado en administración a favor de una sociedad especializada en el depósito y custodia de valores.
- Un literal que indique que el formulario se encuentra autorizado por la SSF.
- Un literal que indique que el cheque es sin protesto.

También se establece que el BCR y la Bolsa de Valores, a fin de alcanzar los objetivos que pretende esta iniciativa de ley, deben establecer normas, instructivos, etc. con la finalidad de ayudar a las MYPES a tener acceso a las emisiones. Esta información deberá ser presentada 90 días a partir de la entrada en vigencia de la propuesta de ley.

2.7 Análisis propuesta de ley

La propuesta de Ley no especifica a profundidad los siguientes aspectos:

1. Cuales requisitos de la Ley de Mercado de Valores no serán aplicables a las MYPES.
2. No se menciona si el procedimiento de inscripción de las MYPES en la Bolsa seguirá el proceso detallado en el apartado 2.3 Funcionamiento de la Bolsa de Valores detallado en el presente documento.
3. No se aclara si la calificación de riesgo no aplicará para las MYPES, o si tendrá un nuevo rango para las MYPES en El Salvador o si se dará el respaldo de la Bolsa como en el caso de España.
4. No se especifica cómo se procederá en el caso que una MYPE cierre por algún factor y que impida el pago de la emisión al inversor.
5. No se menciona si las emisiones estarán abiertas para inversores extranjeros.

Así mismo, se desconoce el riesgo de los siguientes elementos:

1. Al no existir un registro previo de las MYPES en la Bolsa de El Salvador, no se conoce si la tasa de interés incrementará para las MYPES o se mantendrá igual que para las grandes empresas que buscan financiamiento en la Bolsa.
2. No se sabe con exactitud si serán bien vistas las emisiones de las MYPES en el mercado por parte de los inversores, o si podría convertirse como el caso de Perú, en el que las emisiones de las MYPES tardan meses en colocarse y en ocasiones no son bien aceptadas por los inversores por el temor al riesgo que las MYPES no sobrevivan al tiempo estipulado de la emisión.

3. En el caso que una MYPE no pueda pagar, no se detalla como procederá el BCR y la SSF para evitar una crisis económica debido a especulaciones en la Bolsa.

Las principales diferencias entre las regulaciones y normativas actuales aplicadas a las grandes empresas contras las nuevas regulaciones estipuladas para las MYPES en El Salvador son:

Tabla 2 Diferencias de regulaciones entre las grandes empresas y MYPES

MYPES	SITUACION ACTUAL (GRANDES EMPRESAS)
Estarán bajo la regulación de una ley estipulada por la Asamblea Legislativa.	No posee una ley; están reguladas por normativas.
No existe ninguna guía técnica, normativa o documentos relacionados emitidos por el BCR hasta la fecha.	Las emisiones están reguladas por la normativa NRP-10.
Las futuras documentaciones que regulen las emisiones de las MYPES deben especificar como se procederá con las calificaciones de riesgo a futuro o bajo que estandarte será la calificación de las MYPES.	Las grandes empresas siempre deben solicitar su respectiva calificación de riesgo antes de emitir en la Bolsa de Valores de El Salvador.
Las futuras documentaciones deben especificar el plazo y montos mínimos de las emisiones de las MYPES.	
No se especifica si existirá una tasa de interés	El promedio de una tasa de interés en la Bolsa

preferencial para las MYPES o si se mantendrá en promedio del 6 al 7%.	de Valores es 6 a 7%.
No se detallan si las MYPES pueden optar en grupos para las emisiones.	Las empresas entran al Mercado de Valores de forma individual.

Análisis comparativo entre las regulaciones actuales para las grandes empresas y el anteproyecto de ley que beneficie a las MYPES. Fuente propia.

CAPÍTULO 3: METODOLOGÍA

Este capítulo presenta el procedimiento realizado a fin de obtener la información necesaria sobre la inclusión de las MYPES en la Bolsa de Valores. Para esto, se detalla el tipo de estudio y el enfoque a aplicar, junto con sus posteriores justificaciones.

La finalidad de la metodología es determinar la población y limitar el muestreo a fin de enfocar la investigación en un grupo homogéneo de empresas y así garantizar que las herramientas utilizadas para recolectar datos ayuden a determinar aquellos factores inherentes que puedan ser generadores de la viabilidad que estas empresas operen en la Bolsa con gran aceptación o por otro parte, los elementos que puedan frenar el ingreso de las emisiones.

3.1 Tipo de investigación

El tema de investigación planteado fue un enfoque cualitativo por las siguientes razones:

1. No existe a la fecha información cuantitativa para respaldar el tipo de investigación, ya que no se conoce con exactitud los montos financiados a través de la banca. Se desconoce el interés que pagarían estas empresas en la Bolsa ya que existe un simulador de costo para las empresas que sí cumplen con los requisitos de la ley actual. Este sector no cumple con los requisitos y esto podría resultar en costos más altos.
2. Con esta investigación se explora sobre el interés de los empresarios para obtener una alternativa de financiamiento diferente al de las entidades bancarias.
3. Ya que las MYPES representan un 99.2% de las empresas⁸, es difícil obtener una muestra representativa de la población.

⁸ Capítulo 3. Las MYPES página 30

Las herramientas utilizadas son del tipo cualitativo, ya que se pretende obtener información sobre las MYPES y su conocimiento en la Bolsa de Valores, así como también los problemas que estas enfrentan al momento de solicitar créditos bancarios, convirtiéndose la Bolsa como una opción de financiamiento.

3.2 Tipo de estudio

El tipo de estudio seleccionado fue exploratorio. Con este, se aportó conocimiento sobre un problema que no ha sido investigado, ya que no existen referencias de que una empresa de este tipo se fondee a través de la Bolsa. Servirá de guía a los empresarios para que conozcan las ventajas de emitir deuda, teniendo así más alternativas de financiamiento.

Así mismo, se toman de ejemplo experiencias previas de otros países en Latinoamérica y España sobre los elementos que han incorporado a fin de ayudar a que éstas puedan optar a un fondeo en la Bolsa. Esta documentación de otras naciones es de utilidad para la presente investigación, aunque no se cuenta con los resultados de esas alternativas, pero si se puede obtener la información de cómo cada país abordó la temática para facilitar el acceso a las MYPES.

3.3 Población y muestreo

Población:

Para este estudio, serán todas aquellas que tienen acceso a créditos bancarios. Y que sean catalogadas como micro o pequeña empresa según la clasificación de ingresos y número de empleados que es proporcionada por el Ministerio de Economía.

Tabla 3 Categorización de empresas según personal ocupado e ingresos brutos

<i>Categoría</i>	<i>Personal</i>	<i>Ingresos brutos</i>
<i>Micro empresa</i>	Hasta 10 empleados	Hasta \$100,000.00
<i>Pequeña empresa</i>	De 11 a 50 empleados	Desde \$100,001.00 hasta \$1,000,000.00

Tomado de Ministerio de Economía. Directorio de Unidades Económicas 2011-2012 p.3.

Tabla 4 Unidades económicas según categorización de personal ocupado

<i>Categoría</i>	<i>Estrato de personal</i>	<i>Unidades económicas</i>
<i>Micro empresa</i>	Hasta 10 empleados	155,172
<i>Pequeña empresa</i>	De 11 a 50 empleados	5,153

Tomado de Ministerio de Economía. Directorio de Unidades Económicas 2011-2012 p.6.

Tabla 5 Personal ocupado según clasificación empresarial

<i>Categoría</i>	<i>Estrato de personal</i>	<i>Personal ocupado</i>
<i>Micro empresa</i>	Hasta 10 empleados	322,382
<i>Pequeña empresa</i>	De 11 a 50 empleados	106,731

Tomado de Ministerio de Economía. Directorio de Unidades Económicas 2011-2012 p.7.

Muestra:

Para este estudio, la muestra seleccionada es un conjunto de MYPES homogéneas, es decir empresas que poseen ciertas categorías en común que se consideran en los criterios de inclusión.

3.3.1 Criterios de inclusión

Los criterios que fueron seleccionados para el estudio son:

- Que las unidades de análisis estén registradas en CONAMYPE.
- Debe tener controles de contabilidad formal.
- Que posean 3 años o más de funcionamiento en el mercado.
- Que posean o hayan realizado un préstamo bancario.
- Que estén ubicadas en el municipio de San Salvador.

3.3.2 Criterios de exclusión

Los criterios que se consideraron para determinar los sujetos a excluir de la investigación son:

- Que estén ubicadas en un municipio diferente de San Salvador.
- Negocios que estén en zonas marcadas como alto riesgo social (delincuencia) donde no se pueda tener acceso al mismo.

3.4 Técnicas e instrumentos

La técnica seleccionada para el proceso de recolección de datos o información fue:

- La encuesta: desarrollando dicha técnica escrita mediante una secuencia de preguntas estructuradas con el fin de obtener información relevante sobre la situación de financiamiento de las MYPES y sobre los conocimientos que poseen de la Bolsa de Valores. El instrumento para realizar la encuesta fueron dos cuestionarios. Un cuestionario fue dirigido a los microempresarios que consta de 13 preguntas (abiertas y cerradas) con el cual se pretende conocer sobre la situación del financiamiento de estas así como del conocimiento que tienen sobre

la Bolsa de Valores y el otro cuestionario dirigido a las Casas de Corredores de Bolsa que consta de 12 preguntas (abiertas y cerradas) para conocer la situación actual de las MYPES en la Bolsa y la opinión de estas sobre qué tan factible sería que éstas ingresaran a la Bolsa para realizar emisiones de deuda.

3.5 Procedimiento

Para la selección de la muestra se utilizó la técnica de la Bola de Nieve ya que es un método no probabilístico debido a que no se conoce con exactitud el listado de individuos que cumplen los criterios de inclusión. Por tanto la muestra seleccionada fue en base a la accesibilidad con la que un empresario refería a otro en situación similar.

Este método se utiliza cuando la muestra es de difícil acceso o es considerada muy pequeña respecto a la población. Este muestreo será de gran ayuda ya que el estudio está orientado a MYPES que cumplan los requisitos de inclusión detallados anteriormente, lo cual los convierte en un grupo muy pequeño; ya que aunque existen muchas inscritas en CONAMYPE, son muy pocas las que poseen contabilidad formal y al menos 3 años de operación.

Para llevar a cabo el muestreo, esta investigación se apoyó en el proyecto de capacitación de microempresarios a cargo de PROCOMES (Asociación de Proyectos Comunales de El Salvador), en el cual se acudió a los talleres de capacitación que brinda esta institución a microempresarios con la ventaja que todos éstos tienen que estar registrados en CONAMYPE (punto de inclusión).

A los seleccionados se les realizó un cuestionario (Anexo A), posteriormente se tabularon datos para determinar cuántos de ellos están interesados o no en poder acceder a la Bolsa de Valores.

Ventaja: se conoce un grupo de la población interesado en información financiera que les ayude en su negocio y por ende podrían estar interesados en el tema de la presente investigación.

Desventaja: el tiempo que puede tardar construir la red de contactos a entrevistar por tal motivo se pondrá como delimitante una espera de 4 semanas, es decir a partir del primer contacto se investigarán a los siguientes microempresarios en el transcurso de 4 semanas, pasado ese tiempo ya no se seguirá contactando nuevos microempresarios.

3.6 Estrategia para el análisis de datos.

Luego de la recolección de la información, el análisis de los resultados se realizó mediante una valoración de los datos obtenidos en el procesamiento de la investigación, es decir, que se realizaron tablas y gráficas mediante la herramienta de Microsoft Excel (2016), las cuales permitieron una mejor visualización de la información para hacer más accesible la comprensión de los datos obtenidos y por lo tanto facilitó el análisis e interpretación de los datos.

CAPÍTULO 4 ANÁLISIS DE RESULTADOS

El presente capítulo describe los resultados obtenidos a través del proceso detallado en la metodología. El uso de las encuestas como herramienta para recolección de datos ha permitido brindar respuestas a las preguntas de investigación planteadas en el capítulo 1 de este documento.

4.1 Recolección de datos

Las encuestas fueron orientadas a 2 actores que participan y participarán en todo el proceso de emisión de deuda; estos son: las Casas de Corredores de Bolsa y las MYPES respectivamente.

Para las entrevistas realizadas a las MYPES se consideraron a todos aquellos micro y pequeños empresarios que cumplían los criterios de inclusión, ya que el anteproyecto de ley hace referencia a ciertos elementos que deben cumplir las MYPES tales como:

- Estar inscrito en CONAMYPE
- Presentar estados financieros de al menos 3 años (por lo cual va implícito que tengan una contabilidad formal).

Las encuestas realizadas a las Casas de Corredores de Bolsa, tuvieron como finalidad conocer la opinión de los corredores respecto a que las MYPES emitan en Bolsa, además de conocer datos más específicos como el tiempo que demora una colocación, el proceso, los requisitos, los costos, entre otros.

4.2 Captura de datos y organización de la información

El análisis se ha separado en 2 partes, para analizar el punto de vista de las MYPES y el de las Casas de Corredores. Esta distinción permitirá sintetizar la realidad de las MYPES para

conseguir créditos y las perspectivas de las Casas con respecto a si consideran viable o no las emisiones de MYPES en la Bolsa.

De un total de 20 encuestas realizadas a las MYPES y a 3 Casas de Corredores de Bolsa, se detallan a continuación cada pregunta con su respectivo análisis.

3.2.1 Encuestas a MYPES

Pregunta 1. Cantidad de años del negocio

Tabla 6 Cantidad de años en el negocio

<i>Años</i>	<i>Total</i>
3 - 5	8
5 - 10	7
Más de 10	5
<i>Total general</i>	20
<i>Promedio</i>	6.67 ≈ 7 años

Rango de años en las que oscilan las empresas encuestadas. Fuente propia.

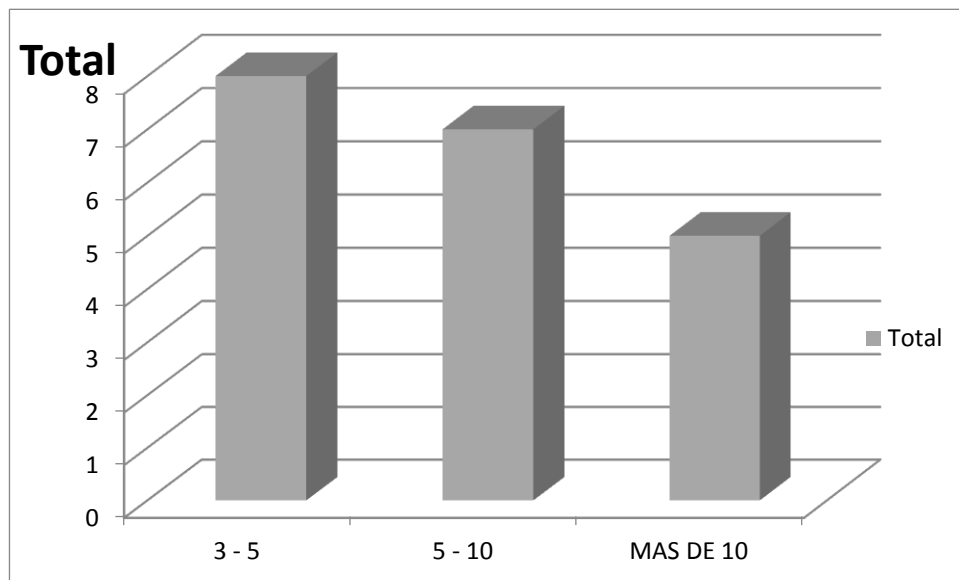


Figura 4 . Cantidad de años en el negocio de las MYPES. Fuente propia

La mayoría de las MYPES encuestadas se encuentran en el rango de 3 a 5 años; se observa que después de 3 años las MYPES que van sobreviviendo en el tiempo se reduce debido a diversos factores como la delincuencia, competencia en el mercado, altos costos de productos para materia prima, entre otros.

Debido a los criterios de inclusión, el estudio se centra en MYPES cuyos años de operación sea mayor o igual a 3 años, ya que uno de los requerimientos del anteproyecto de ley se establece que las MYPES deben presentar los últimos 3 periodos contables. Debido a esto, los resultados no involucran a micro y pequeños empresarios que vayan iniciando operaciones ya que no podrán cumplir este requisito ya que la mayoría de empresas no cuentan con contabilidad formal y tampoco podrían hacer frente económicamente a los costos involucrados en las emisiones.

Pregunta 2. Cantidad de empleados en el negocio.

Tabla 7 Cantidad de empleados en el negocio

<i>Empleados</i>	<i>Empresas</i>
Más de 10	6
Menos de 10	14
Total general	20

Clasificación de MYPES según número de empleados. Fuente propia.

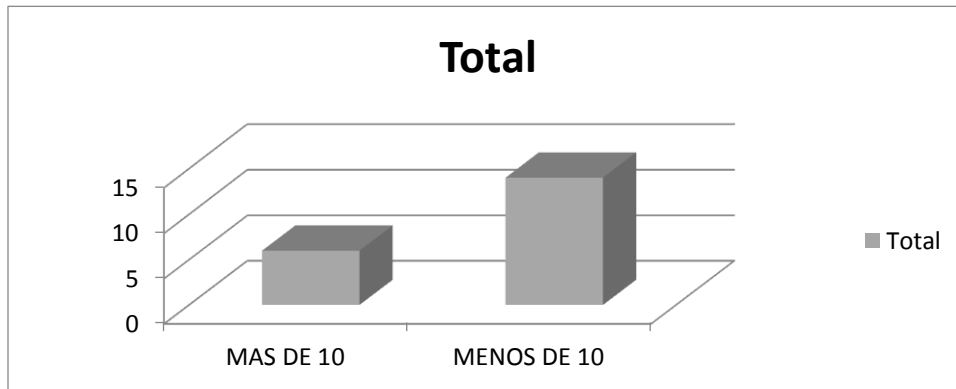


Figura 5 Cantidad de empleados en el negocio de las MYPES. Fuente propia

Según el requerimiento del anteproyecto de ley, para poder optar como MYPE y así entrar a este proceso de emisión, una empresa debe ser catalogada como MYPE según el número de empleados. En base a los datos proporcionados por el Ministerio de Economía en el capítulo 3 denominado “Metodología de la Investigación” se consideran:

- Microempresas, aquellas cuyo número de empleados no excedan los 10 empleados.
- Pequeñas empresas, aquellas mayores de 10 y menores a 50 empleados.

En base a esto, todas las empresas entrevistadas cumplen el requisito de ser MYPE según el número de empleados, siendo la mayoría de empresas catalogadas como micro. Asumiendo a las micro empresas con un promedio de 5 empleados y las pequeñas empresas con un promedio de 12 empleados, se tiene un total de personal ocupado:

Tabla 8 Personal ocupado.

<i>Tipo de empresa</i>	<i>Número de empresas encuestadas</i>	<i>No. de Empleados</i>	<i>Total</i>	<i>% de empleados</i>
Micro	14	5	84	53.85
Pequeña	6	12	72	46.15
Total	20		156	100%

Personal ocupado según estimados de MYPES encuestadas. Fuente propia.

El resultado anterior corrobora las estadísticas del Ministerio de Economía, la cual indica que las empresas catalogadas como microempresas superan a las pequeñas, siendo las micro la mayor fuente de personal ocupado en El Salvador.

Pregunta 3 ¿Tiene algún crédito con un banco/cooperativa o ha tenido uno anteriormente?

Tabla 9 MYPES y créditos

<i>Empresas</i>	<i>Créditos</i>
<i>Si</i>	20
<i>Total general</i>	20

MYPES que poseen/han tenido un crédito en banco/cooperativa. Fuente propia

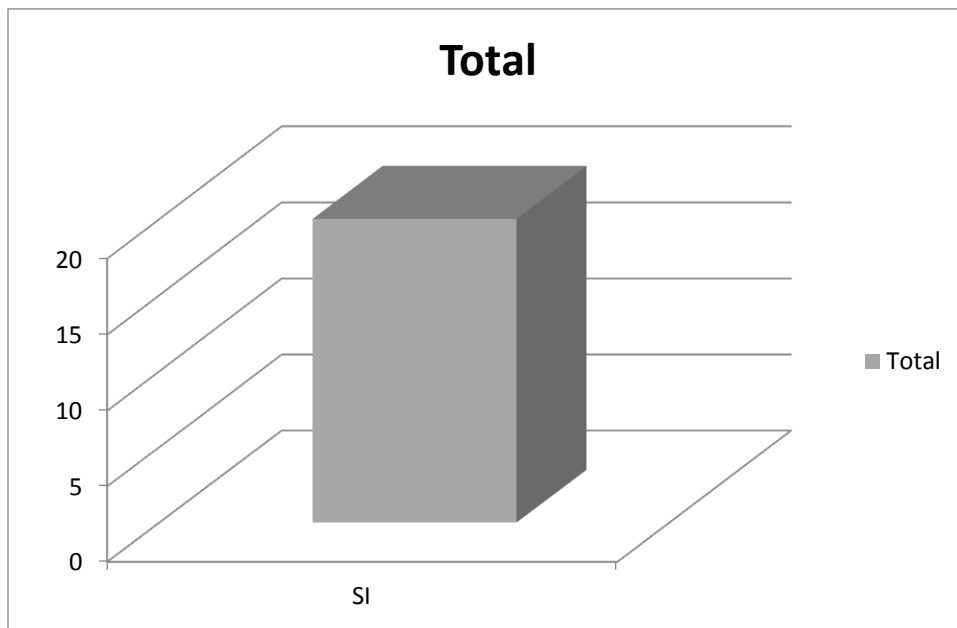


Figura 6 Total MYPES con créditos en bancos/cooperativas. Fuente propia

Todas las MYPES poseen o han tenido créditos con bancos o cooperativas, lo cual indica que todas las empresas en su necesidad por sobrevivir a las situaciones económicas recurren a entidades financieras ya sea a través de CONAMYPE o por su propia cuenta para adquirir préstamos.

Esta pregunta es de vital importancia en el desarrollo de esta investigación, ya que con esto se confirma la necesidad de las MYPES en obtener financiamiento para su negocio. Muchas veces optan por la entidad que les brinde el préstamo necesitado aunque el interés sea elevado, o

que su plazo no sea el requerido por las MYPES, o el monto es menor al solicitado; pero terminan aceptando esto por la necesidad a la que se enfrentan por sobrellevar sus gastos en su empresa.

Pregunta 4: Si su respuesta a la pregunta anterior fue Si ¿Cuál fue el plazo del préstamo?

Tabla 10 Plazos de los préstamos bancarios en las MYPES.

<i>Plazo</i>	<i>Empresas</i>	<i>% empresas</i>
Mayor a 1 año	16	80%
Menor a 1 año	4	20%
<i>Total general</i>	20	100%

MYPES según plazo del préstamo. Fuente propia.

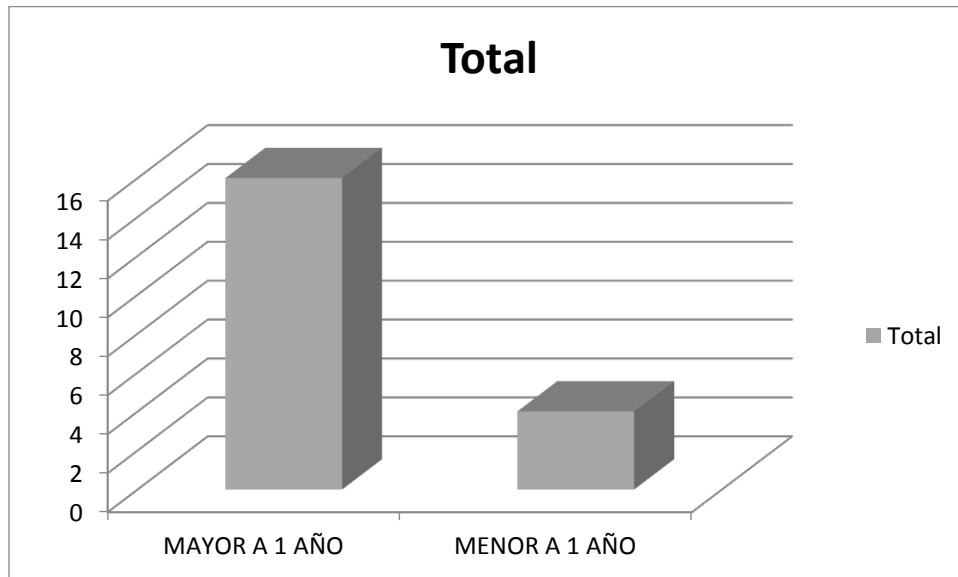


Figura 7 Plazos de los créditos de las MYPES. Fuente propia

De un total de 20 empresas, el 80% de estas han solicitado préstamos mayores a un año, esto indica que las MYPES buscan financiamiento a largo plazo, debido a que son empresas que

van creciendo ya que sus ingresos por ventas no son constantes en periodos cortos de tiempo y tienen que hacer frente a otras obligaciones con el Estado, proveedores, empleados, etc.

Pregunta 5. Si su respuesta a la pregunta 3 fue Si ¿Cuáles dificultades se le presentaron para que le aprobaran el préstamo?

Tabla 11 Empresas con dificultades para obtener un préstamo

PROBLEMAS	EMPRESAS
Falta de codeudor	1
Monto bajo	1
Monto y plazo no le convenía	1
Plazo no le convenía	2
Sin inconvenientes	11
Tasa de interés alta	4
TOTAL GENERAL	20

. Total empresas según problemas encontrados al obtener créditos. Fuente propia.

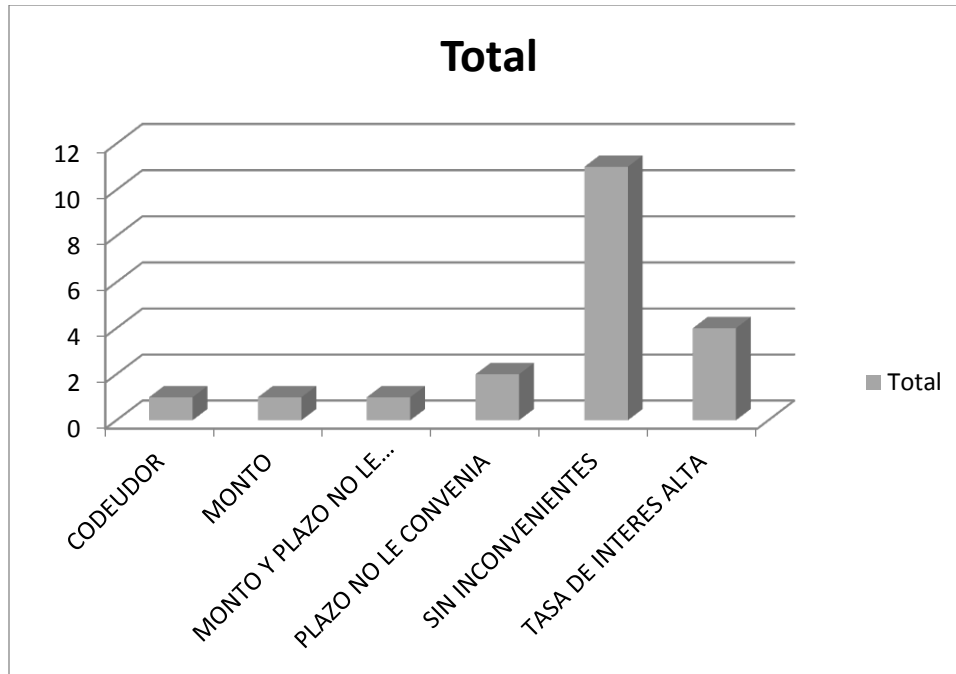


Figura 8 Total de problemas encontrados al obtener crédito por las MYPES. Fuente propia

De un total de 20 MYPES, 11 declararon no haber tenido inconvenientes al momento de obtener un financiamiento. Para este estudio, se realiza a continuación un análisis sobre las 9 MYPES que manifestaron haber tenido problemas al momento de solicitar préstamos en las entidades financieras.

Tabla 12 Análisis de los problemas encontrados.

PROBLEMAS	EMPRESAS
Falta de codeudor	1
Monto bajo	1
Monto y plazo no le convenía	1
Plazo no le convenía	2
Tasa de interés alta	4
TOTAL GENERAL	9

Análisis de las MYPES según los problemas detectados. Fuente propia.

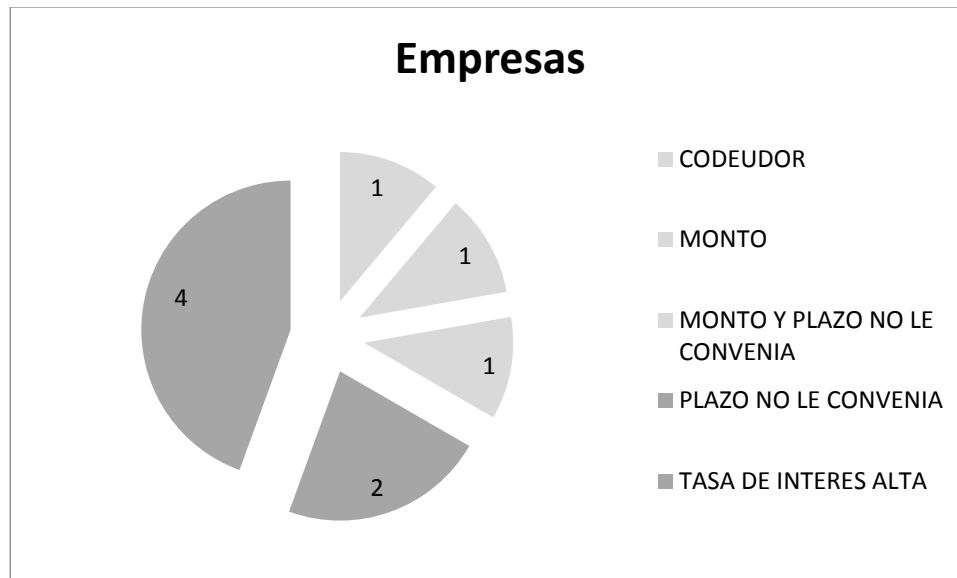


Figura 9 Total de 9 MYPES que presentaron problema al obtener créditos. Fuente propia.

1. Se observa que el mayor problema es la tasa de interés con un total de 4 MYPES. Las empresas encuestadas poseen un promedio de 7 años de operaciones, a pesar de esto las entidades financieras las siguen viendo como empresas riesgosas debido a la categorización de éstas por sus ingresos y su tendencia a no pagar incluido también a su desaparición en el mercado.
2. El segundo mayor problema observado es el plazo que estipula la entidad financiera. Muchas MYPES solicitan préstamos a largo plazo, tal como se indica la pregunta 4 para adquirir maquinaria, materia prima, solventar necesidades financieras ante sus proveedores, etc. Un 80% del total de las 20 MYPES encuestadas prefieren que sus préstamos sean a largo plazo ya que no se consideran capaces de cubrir sus obligaciones en un periodo más corto. Las MYPES al aceptar el reducido plazo que les brindan los bancos/cooperativas se

arriesgan a atrasarse con sus pagos y entrar en mora, con lo cual ponen más en riesgo la sobrevivencia de estas.

3. El tercer problema es una referencia del análisis anterior relacionado al plazo. Al reducirse el plazo del préstamo, el monto asignado por los bancos/cooperativas se ve disminuido en la misma proporción; con lo cual las micro y pequeñas empresas no son capaces de solventar sus obligaciones ni de invertir en otro tipo de maquinarias o ampliar el negocio a fin de seguir creciendo para sobrevivir en el tiempo.
4. De un total de 9 empresas, solamente 1 MYPE manifestó haber encontrado problema con el monto bajo y 1 MYPE por la falta de codeudor. Las entidades financieras solicitan ciertos requerimientos para asignar el monto solicitado, entre estos a veces solicitan un codeudor, que respalde el endeudamiento de la MYPE, en ocasiones al verse en la falta de éste, los bancos podrían optar a reducir el monto del préstamo; o simplemente al no cumplir todos los requisitos como un límite de ingresos, deciden asignar un monto menor a los empresarios.

En conclusión las MYPES son consideradas riesgosas debido al rubro o en el sector del país en el que operan; por lo tanto, los bancos y/o cooperativas disminuyen sus montos y plazos. Al verse reducidas sus opciones las MYPES optan por prestamistas o entidades no reguladas por el sector financiero. Ya que en ocasiones estas últimas no suelen solicitar tanto requerimiento como los que bancos o cooperativas.

Pregunta 6. ¿Ha obtenido un crédito que no provenga de un Banco/cooperativa?

Tabla 13 Total empresas con créditos de instituciones no financieras

RESPUESTAS	TOTAL EMPRESAS
No	11
Si	9
TOTAL GENERAL	20

Total de empresas que han obtenido créditos en otras instituciones no reguladas. Fuente propia.

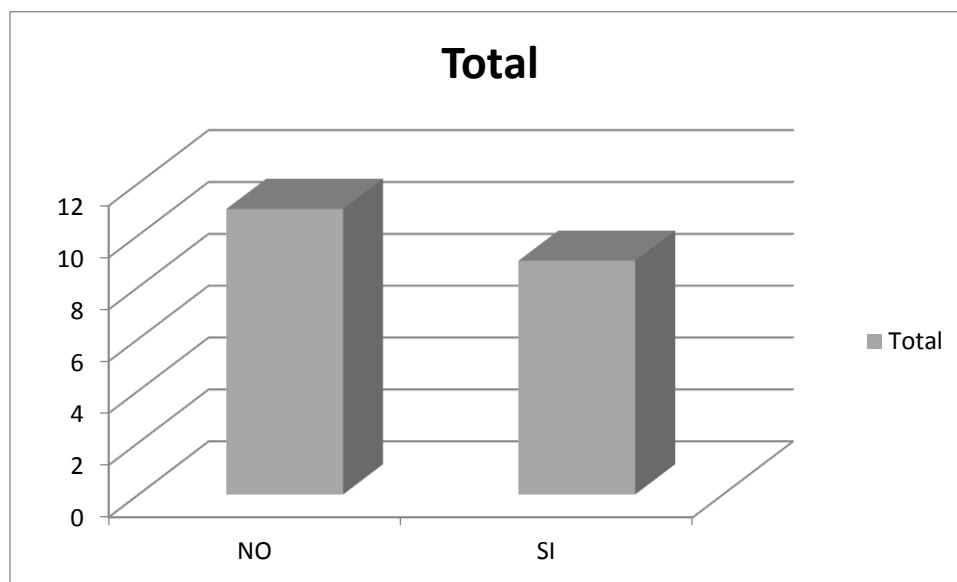


Figura 10 Total de MYPES con créditos que no provienen de bancos/cooperativas. Fuente propia

Del total de 20 empresas puede observarse que 9 MYPES han recurrido a servicios financieros que no provienen de entidades reguladas como bancos o cooperativas. Los motivos por los que estas MYPES han recurrido a este sector puede deberse a los requisitos solicitados en los bancos/cooperativas o a las limitantes que fueron detallados por las MYPES en la pregunta 5 de esta investigación, las cuales son: monto, el plazo, tasa de interés alta. Las MYPES optan a estas otras instituciones no financieras por la facilidad con la que otorgan sus créditos sin mayor

requisito, ya que en ocasiones únicamente solicitan entrevistas o visitas en los lugares de trabajo; a pesar que estos prestamistas pueden estar ofreciendo una tasa más alta que el sector bancario, debido a que son ellos los que corren el riesgo que la MYPE desaparezca en el tiempo o no se encuentre en condiciones de pagar.

Pregunta 7. ¿Tiene conocimiento que en la Bolsa de Valores se puede optar a un "Crédito"?

Tabla 14 Conocimiento de las MYPES sobre créditos en la Bolsa

RESPUESTA	EMPRESAS
No	20
TOTAL GENERAL	20

Total de empresas que poseen conocimiento de obtención de créditos en la Bolsa. Fuente propia.

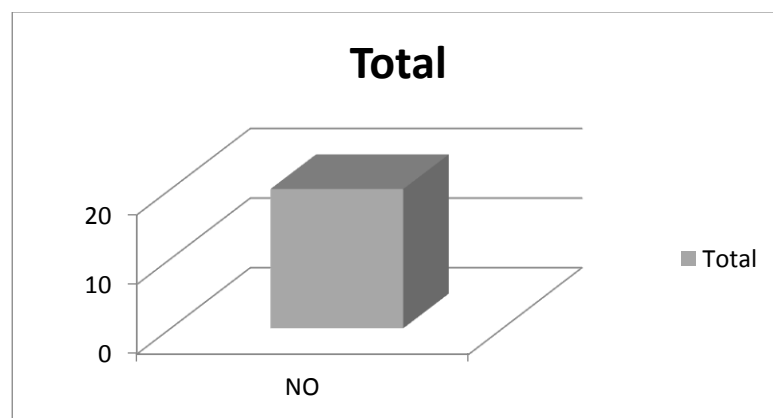


Figura 11 Total de MYPES con conocimiento sobre optar a un crédito en la Bolsa de Valores de El Salvador. Fuente propia.

Los micro y pequeños empresarios no conocen hasta el momento la definición de emisiones en la Bolsa. Lo cual conlleva a que en el país exista una desventaja competitiva entre las grandes empresas y las MYPES, ya que muchas empresas salvadoreñas emiten en la Bolsa a fin de financiarse y sus emisiones son bien vistas por inversores tanto nacionales como pueden ser internacionales.

La falta de conocimiento en este ámbito por parte de las MYPES conlleva a que estas no busquen otras formas de financiamiento más que solo en las entidades bancarias (bancos y cooperativas) o instituciones no financieras (prestamistas).

Debido a esta respuesta en la que todos los micro y pequeños empresarios respondieron que no conocen que la Bolsa ofrece esta opción, se considera que debe inculcarse la educación financiera por parte del Ministerio de Economía a través de CONAMYPE para que las MYPES en su parte de crecimiento apunten a ser empresas más sólidas y puedan crecer a fin de financiarse en la Bolsa de Valores.

Pregunta 8. Si su respuesta fue Si a la pregunta anterior ¿Conoce cuál sería el proceso a seguir para solicitar un "Crédito" en la Bolsa?

Dado que la respuesta anterior fue “No” por parte de todas las MYPES, se asume que ninguna tiene el conocimiento sobre el proceso por el cual una empresa puede emitir en la Bolsa. Lo que conduce a un grado de atraso en la cultura financiera del país, ya que en Latinoamérica, como el caso de Perú, existen MYPES que saben que pueden optar a la Bolsa y conocen los requisitos que deben cumplir y cómo el gobierno de dicho país los ayuda a poder incorporarse para que puedan emitir.

Como parte de esta investigación, se propone que el gobierno de El Salvador, a través del Ministerio de Economía y CONAMYPE, ayuden a las MYPES en conocimientos financieros para que estos conozcan sobre los requisitos actuales o anteproyectos de ley, leyes, normas, etc. A fin que puedan ayudar a las MYPES a encontrar alternativas de financiamiento que sean factibles y realizables para estas empresas. Esta cultura financiera es de vital importancia, ya que la economía de El Salvador está basada en MYPES.

Pregunta 9. ¿Si la tasa de interés que le podrían ofrecer en la Bolsa de Valores fuera menor a la de un banco, estaría interesado en obtener un "Crédito" en la Bolsa?

Tabla 15 Punto de vista de las MYPES sobre la tasa de interés brindada por la Bolsa de Valores.

RESPUESTA	EMPRESA	% EMPRESAS
No	1	5%
Si	19	95%
TOTAL	20	100%

Interés de las MYPES por la tasa de interés. Fuente propia.

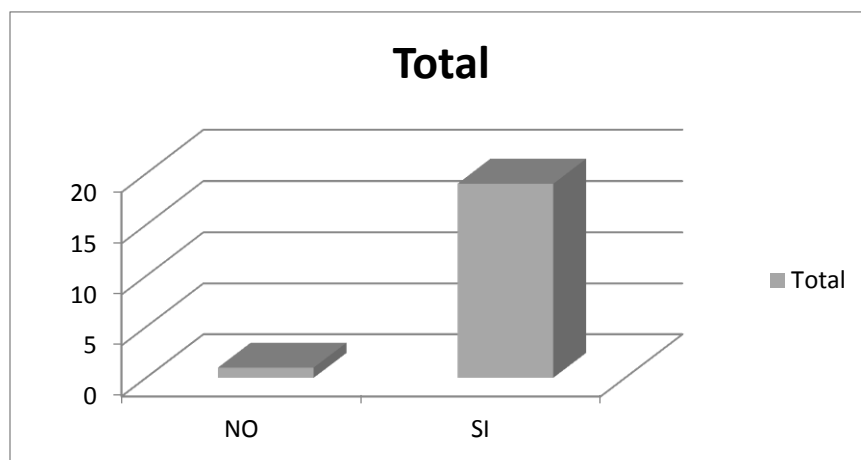


Figura 12 Total de MYPES interesadas en un financiamiento en la Bolsa por una tasa menor. Fuente propia.

A través de esta pregunta se puede observar que el 95% de las MYPES están interesadas en obtener un costo de financiamiento más bajo que en el sector bancario. Esto es debido a que en la pregunta 5 de esta investigación, de un total de 9 MYPES un 44.44% asegura que la tasa de interés alta brindada por los bancos es un factor determinante al momento de solicitar préstamos. Estas altas tasas solo vienen a recalcar el análisis de que muchas MYPES buscan otras instituciones que les brinden una tasa más baja, pero se enfrentan al problema que la tasa puede ser incluso más alta debido al riesgo del rubro de su empresa.

Pregunta 10. ¿Conoce que significa una calificación de riesgo?

Tabla 16 Conocimiento de las MYPES sobre las calificaciones de riesgo.

RESPUESTA	EMPRESAS	% EMPRESAS
No	7	35%
Si	13	65%
TOTAL	20	100%

Resultados sobre las MYPES y su conocimiento sobre las calificaciones de Riesgo.

Fuente propia.

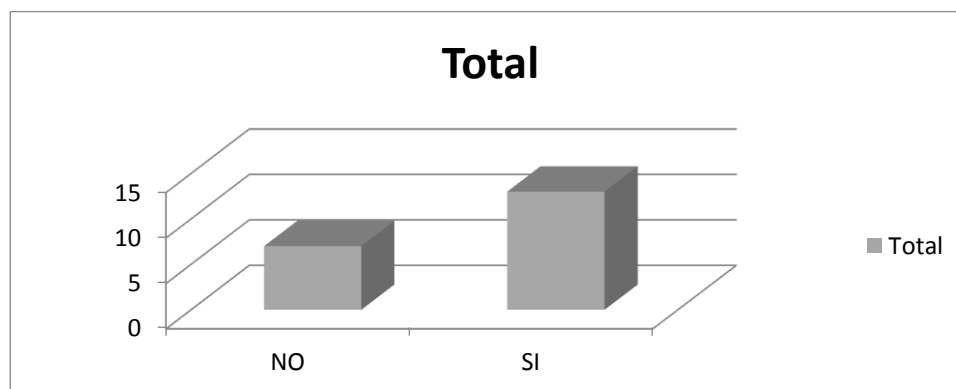


Figura 13 Total de MYPES con conocimiento sobre la calificación de riesgo. Fuente propia

A pesar que el conocimiento de las MYPES sobre las emisiones de deuda es nulo, solo un 35% conoce o ha escuchado hablar sobre las calificaciones de riesgo. Probablemente el conocimiento que las MYPES posean sobre estas calificaciones, no esté relacionado a la Bolsa de Valores; probablemente lo asocien a la calificación de riesgo de El Salvador; pero a través de esta pregunta puede identificarse un oportunidad de mejora sobre la educación financiera en El Salvador para las MYPES por parte de las entidades pertinentes.

Pregunta 11. ¿Conoce el costo para optar a una calificación de riesgo?

Tabla 17 Conocimiento de los costos de las calificaciones de riesgo

RESPUESTA	EMPRESAS	% EMPRESAS
NO	18	90%
SI	2	10%
TOTAL	20	100%

Total de MYPES que conocen el costo de las calificaciones de riesgo.

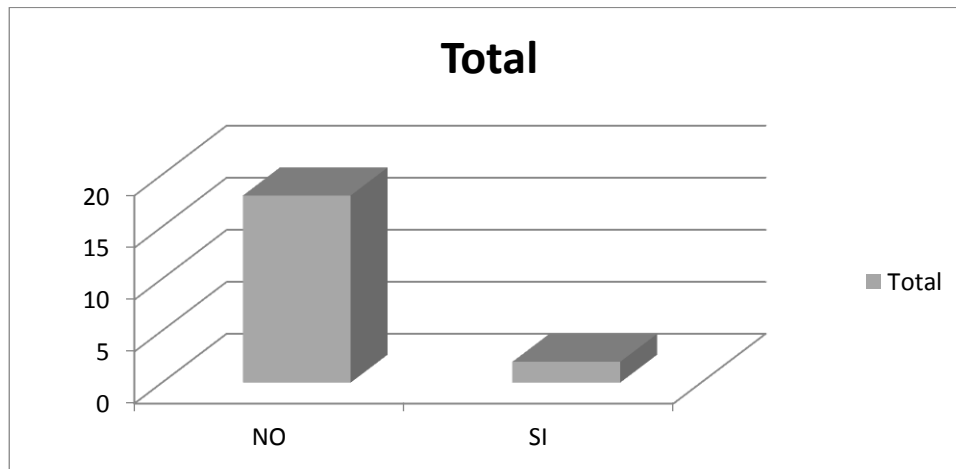


Figura 14 Total de MYPES con conocimiento sobre el costo de una calificación de riesgo.

Fuente propia

El análisis de esta pregunta lleva a una bifurcación de ideas, que se detallan a continuación:

1. El 95% de las MYPES están interesadas en optar a la Bolsa de Valores con el fin de obtener una tasa de interés más baja que la ofrecida actualmente por los sistemas financieros y no financieros.
2. El nulo conocimiento del proceso para optar a las emisiones en la Bolsa, indica que las MYPES desconocen que un requisito actual es poseer al menos 2 calificaciones de riesgo, y la respuesta brindada por los micro y pequeños empresarios a esta pregunta podría indicar que éstos al momento de conocer el costo por una calificación, renuncien a su idea de sacrificar más dinero con el fin de obtener una tasa más baja.

Como conclusión a esta pregunta se puede establecer que las MYPES pueden oponerse a la idea de optar a la Bolsa al momento de conocer los costos reales de las calificaciones de riesgo, eso sin tomar en cuenta los demás costos como lo son las comisiones a las Casas de Corredores. Por lo tanto, las entidades respectivas como el BCR, SSF y la Asamblea Legislativa que propuso el anteproyecto de ley para que las MYPES emitan en Bolsa, deben proponer ideas que ayuden a reducir o eliminar este elevado costo o que permitan clarificar como se manejarán las calificaciones específicamente para las MYPES, ya que los empresarios no están en capacidades económicas para inclinarse a realizar un pago de tal índole.

Pregunta 12. ¿Conoce de algún proyecto en el cual se busca "facilitar" el acceso de las MYPES a la Bolsa de Valores?

Tabla 18 Conocimiento de las MYPES sobre leyes para optar al financiamiento en la Bolsa.

RESPUESTA	EMPRESAS
NO	20
TOTAL GENERAL	20

Total de MYPES con conocimiento sobre leyes aplicables a éstas para su financiamiento en la Bolsa. Fuente propia.

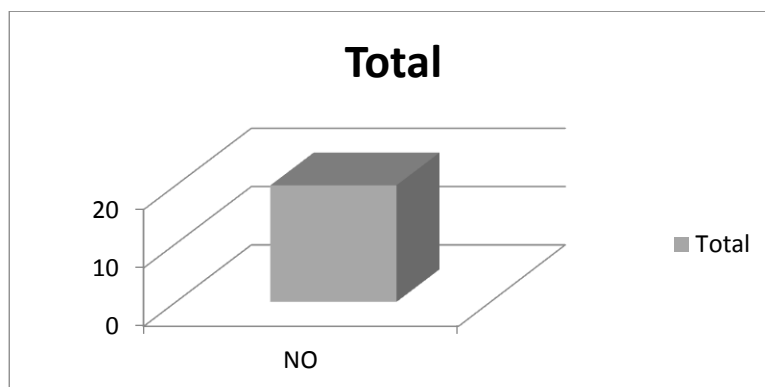


Figura 15 Total de MYPES con conocimiento sobre proyectos que ayuden a su financiamiento. Fuente propia.

Ninguna MYPE conoce o ha escuchado hablar de algún proyecto que relacione a éstas con la Bolsa de Valores. Si este proyecto se llegara a realizar, no serían muchas MYPES las involucradas debido a la falta de conocimiento.

Se brindan las siguientes recomendaciones:

1. El gobierno de El Salvador, a través de las autoridades correspondientes está en su obligación de informar a las MYPES sobre las diferentes opciones de financiamiento a fin de apoyarlas y de esta forma seguir incentivando la economía salvadoreña.
2. Que se brinde el conocimiento a las MYPES sobre el actual funcionamiento de la Bolsa de Valores y como las entidades respectivas las está ayudando a través de

los requisitos que está eliminando a fin que puedan optar, de forma que vean que no existe ninguna desventaja de financiamiento respecto a las grandes empresas.

Pregunta 13. Si se le presentara una guía de los pasos a seguir para poder obtener un crédito en la Bolsa de Valores, ¿Estaría interesado?

Tabla 19 Interés de una guía para optar a un crédito en la Bolsa.

<i>Respuesta</i>	<i>Empresas</i>	<i>% empresas</i>
<i>No</i>	2	10%
<i>Si</i>	18	90%
<i>Total general</i>	20	100%

Total de MYPES interesados en una guía para conocer los pasos para optar a un crédito en la Bolsa. Fuente propia.

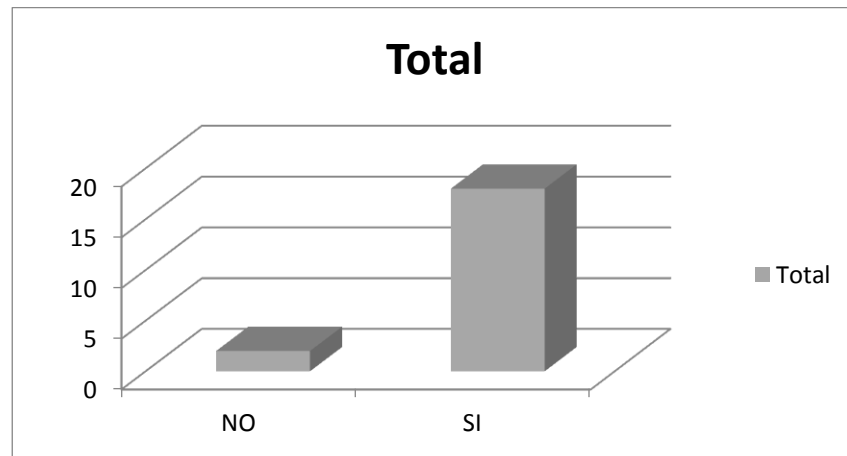


Figura 16 Total de MYPES interesados en una guía para un financiamiento en la Bolsa de Valores. Fuente propia

Un 90% de MYPES se encuentran interesados en que se les presente una guía que les permita conocer la situación actual de El Salvador al momento de la emisión en la Bolsa, y sobre

los pasos requisitos que deben cumplirse y ampliarse a fin que den entrada a las MYPES. Esta expectativa coincide con la respuesta 9 referente a la tasa de interés.

Las MYPES cada vez están aumentando a nivel salvadoreño, lo cual indica que son más empresas las que buscan más formas de financiamiento de acuerdo a sus necesidades y sus capacidades de pago. Es por esto que se llega a la conclusión que esta investigación será de ayuda a las MYPES para que conozcan otra forma de financiamiento como alternativa a las bancarias y otras instituciones no financieras. Con esta guía las MYPES podrán determinar cuáles aspectos son ambiguos referentes a las normas actuales y a las propuestas por La Asamblea Legislativa, y que corresponde a las respectivas autoridades aclarar esos puntos a fin de ayudar a las MYPES a tener una ventaja competitiva referente a las grandes empresas y a otros países en Latinoamérica, todo esto a fin de apoyar el crecimiento de la economía salvadoreña.

4.2.2 Encuestas a Casas de Corredores de Bolsa

Pregunta 1. En la actualidad o en el pasado ¿Han existido emisiones de deuda de una MYPE?

Tabla 20 Cantidad de MYPES emitiendo Deuda en Bolsa.

<i>Hay MYPES en Bolsa</i>	<i>Casas</i>	<i>% Casas</i>
Si	0	0%
No	3	100%
<i>Total general</i>	3	100%

MYPES con emisión de deuda en Bolsa. Fuente propia.

Las Casas de Corredores confirmaron que no hay actualmente (ni han existido en el pasado) MYPES que hayan realizado alguna emisión de deuda, lo que ratifica que este sector no está haciendo uso de esta fuente de financiamiento para cubrir sus necesidades. Lo que constata que las MYPES siempre acuden al sector bancario para financiarse.

Pregunta 2. Si su respuesta anterior fue Si, ¿Aproximadamente cuántas MYPES están emitiendo deuda en la Bolsa de Valores?

Dado que la respuesta a la pregunta anterior fue NO, esta pregunta no aplica debido a que no existe ninguna MYPE emitiendo deuda en la Bolsa.

Pregunta 3. ¿Es la Bolsa la que tiene como regla/normativa no aceptar emisiones de una MYPE?

Tabla 21 Es una Regla que no se acepten Emisiones de una MYPE.

<i>Existe una norma para rechazar emisión de MYPES</i>	<i>Casas</i>	<i>% Casas</i>
Si	0	0%
No	3	100%
<i>Total general</i>	3	100%

Normativa que rechaza emisión de MYPES. Fuente propia.

No existe ninguna norma o regla que impida que las MYPES puedan realizar emisiones, y con la información proporcionada en la pregunta 1 de que no hay ninguna MYPE con emisión en la Bolsa de El Salvador se podría identificar que a este sector le falta que se le promueva este tipo de medio como una fuente de financiamiento que sea alternativa a las fuentes bancarias.

Pregunta 4. Según su experiencia ¿Cuál es el requisito que más se le dificulta cumplir a una empresa (No Financiera) para poder realizar una emisión?

Para esta pregunta las 3 Casas de Corredores brindaron una respuesta diferente, lo que podría asumirse que no hay un solo requisito que se les dificulte a las MYPES, sino que hay varios requerimientos que hacen que realizar una emisión pudiera ser complicado de cumplir para las empresas. Dentro de los requisitos que mencionaron que serían los que se les dificultara están:

- **Proyección de los estados financieros:** hacer proyecciones a 3 años es complicado para que estos estimados se acoplen a la realidad por el momento que atraviesa la economía. Pudiese incluirse también a la formalidad con la que llevan la contabilidad, es decir si las MYPES no llevan una contabilidad al día, pudieran presentar problemas para realizar sus proyecciones.
- **Los costos asociados a la emisión:** aunque sean grandes empresas muchas veces los costos como lo son de una calificación de riesgo o los costos por colocación hacen que las empresas se replanteen realizar una emisión. El monto de una emisión tiene que ser considerable para que estos costos puedan diluirse.
- **Información proporcionada:** Muchas de las empresas son un poco recelosas al momento de proporcionar la información financiera, ya que pueden terminar subestimando o sobreestimando esa información, esto hace que al final las cifras que proporcionen no tienen nada que ver con la realidad de su situación financiera.

Pregunta 5. ¿El costo del financiamiento (tasa de interés) que existe en la Bolsa para el sector servicio es menor al que ofrecen los bancos?

Tabla 22 Los costos de financiamiento (Interés) son menor al ofrecido por los bancos.

<i>Costos de financiamiento son menores en Bolsa</i>	<i>Casas</i>	<i>% Casas</i>
Si	3	100%
No	0	0%
<i>Total general</i>	3	100%

Los costos de financiamiento de la Bolsa son menores a los Bancarios. Fuente propia

Se comprobó por medio del simulador de costos que está disponible en el sitio web de la Bolsa de Valores que los costos de financiamiento son menores para el sector servicio, en promedio rondan el **6.5%** mientras que las tasas de interés (efectiva) del sector bancario pueden oscilar entre el **19% hasta un 94.28%**⁹ siempre para el sector servicio.

⁹ Valores tomados de las tasas de interés publicadas por la Superintendencia del Sistema Financiero Junio-2017

Pregunta 6. ¿Cuál es el valor mínimo por el cual se puede realizar una emisión?

Tabla 23 Monto mínimo para realizar una emisión.

<i>Monto Mínimo</i>	<i>Casas</i>	<i>% Casas</i>
\$50,000	0	0%
\$100,000	0	0%
\$1,000,000	0	0%
N/A	3	100%

Monto mínimo para realizar una Emisión. Fuente propia

El objetivo de esta pregunta era conocer si existe algún valor mínimo para realizar una emisión y si esto pudiera representar una limitante para una MYPE de no poder alcanzar ese monto, sin embargo, las respuestas de las Casas es que no existe un límite, queda a libertad del emisor el monto; sin embargo, mencionan que entre mayor sea el monto de la emisión más fácilmente se pueden diluir los costos fijos asociados.

Pregunta 7. ¿Cuáles son los costos asociados a una emisión/colocación?

Tabla 24 Costos de una emisión.

<i>Costos</i>	<i>Montos/Porcentaje</i>
Calificación Riesgo (Anual)	\$30,000*
Gastos Legales (Único)	\$25,000*
Costos de Estructuración	0.1% hasta el 0.5%
Costos de Colocación	0.1% hasta 0.2825%
<i>Comisión Custodio (único)</i>	0.05%
<i>Comisión de las Casas</i>	0.5%*

Costos asociados a una Emisión. Fuente propia.

* Costos de referencia sobre una emisión de \$6,000,000 para una empresa financiera.

Con los costos proporcionados se puede visualizar que el mayor obstáculo para las emisiones de una MYPE serían los costos de calificación de riesgo, ya que se tendrían que realizar emisiones por montos considerables para que pueda ser rentable financiarse a través de la Bolsa de Valores.

Los gastos legales dependen del monto de la emisión, en el cual se incluyen:

- El costo por inscribir la emisión en la Bolsa de Valores.
- El pago a la Superintendencia del Sistema Financiero por inscribir la emisión en las tarifas del Registro Público.
- También incluye el pago de abogados y notarios aunque estos últimos no son tan representativos.

Pregunta 8. ¿Cuál es el plazo mínimo para una emisión?

Tabla 25 Plazo mínimo de una emisión.

<i>Plazos</i>	<i>Casas</i>	<i>% Casas</i>
Menor a 1 año	0	0%
De 1 a 5 años	0	0%
De 5 a 10 años	0	0%
N/A	3	100%
<i>Total general</i>	3	100%

Plazos mínimos para realizar una Emisión. Fuente propia

El objetivo de la pregunta era conocer si existe un plazo mínimo para poder realizar emisiones, ya que por la naturaleza de las MYPES un pequeño porcentaje son los que logran perpetuar en el tiempo; sin embargo, las Casas respondieron que no existe ningún plazo mínimo, todo queda siempre a la libertad del emisor. El porcentaje de los costos de emisión es el mismo, indiferentemente si la emisión es para un año o para 5 años.

Pregunta 9. En su opinión ¿considera factible que las MYPES realicen emisiones?

Tabla 26 Factibilidad emisiones de una MYPE.

<i>Costos de financiamiento son menores en Bolsa</i>	<i>Casas</i>	<i>% Casas</i>
Si	2	67%
No	1	33%
<i>Total general</i>	3	100%

Factibilidad que una MYPE emita deuda. Fuente propia

Dos Casas de Corredores consideran factible que las MYPES puedan emitir ya que consideran que si pueden cumplir con los requisitos de la Ley. Siempre hay inversionistas dispuestos a comprar instrumentos de alto riesgo que consideren les pueden resultar más rentable. Por otra parte, la Casa de Corredores que respondió que NO argumentó que no considera a este sector tan formalizado para poder cumplir con todos los requisitos de la NRP-10.

Pregunta 10. Si las MYPE emiten deuda en la Bolsa de Valores, ¿cuáles serían las principales diferencias entre un crédito que puedan obtener del sistema Bancario?

Las Casas encuestadas consideran que el crédito que se le otorgue a través de una emisión de deuda sería menor al del sector bancario, sin embargo los montos del financiamiento tendrían que ser altos para poder diluir los costos fijos. El único inconveniente sería emitir una deuda por un monto pequeño, ya que no sería rentable cargarle todos los costos a esta emisión.

Pregunta 11. ¿Tiene conocimiento que en Bolsas internacionales existen MYPES que emiten deuda?

Tabla 27 MYPES en Bolsas Internacionales.

<i>MYPES en Bolsas Internacionales</i>	<i>Casas</i>	<i>% Casas</i>
Si	0	0%
No	3	100%
<i>Total general</i>	3	100%

MYPES con Emisión en Bolsas Internacionales. Fuente propia

Las Casas consultadas mencionan que no tienen conocimiento de otro país en donde las MYPES estén emitiendo deuda.

En la investigación realizada se determinó que hay países como Perú y España en el cual se desarrollaron proyectos de Ley para poder impulsar que las MYPES puedan ingresar a la Bolsa y cada país ayudó a este sector con una postura diferente, lo que quiere decir que no hay una solución única sino que cada país debe de realizar un estudio que ayude a facilitar el acceso a este sector a ingresar a la Bolsa; sin embargo no se pudo encontrar información de cuantas MYPES pudieron tener acceso a la Bolsa en esos países por medio de dichos proyectos, ya que esa información de los emisores no son públicas para poder comprobar cuantas MYPES hay en las Bolsas de esos países.

Pregunta 12 Si hubiera una ley/normativa diferente a la que actualmente existe para los emisores de deuda, que “facilite” el proceso de emisión de una MYPE, ¿Cuáles considera que deberían ser los requisitos que se deberían de cambiar para que una MYPE pueda realizar una emisión?

Las Casas consultadas consideran que el principal factor que se debería de cambiar para que una MYPE pueda realizar una emisión son los costos, ya que una MYPE difícilmente podría pagar por una calificación de riesgo anualmente, pero consideran que reducir estos costos puede traer inconvenientes con las actuales empresas que si los están cancelando, ya que estos podrían solicitar la reducción de sus costos para las emisiones.

Con la normativa actual con todos los costos involucrados para una emisión, es difícil que a una MYPE le resulte más rentable obtener un crédito a través de la Bolsa que por medio del sector bancario.

Síntesis

Luego de la información obtenida de parte de las Casas de Corredores, se podría simplificar que en El Salvador no hay MYPES con emisión, pero no es debido a alguna restricción que tenga este sector por parte de la Bolsa de Valores, sino que se debe más que todo a los costos que actualmente existen como requisito para la emisión como lo son la calificación de riesgo, los gastos legales, los costos por cada colocación, entre otros. Con los montos que manejan las MYPES en su mercado difícilmente podrán absorber los costos inherentes, así que realizar una emisión con los requisitos actuales les resultará mucho más elevado que solicitar un crédito bancario.

A continuación, se presenta un comparativo de los requisitos que actualmente exige la ley para registrar emisores y registro de emisiones, clasificando cada uno con la puntuación de fácil, medio y difícil de cumplir por parte de una MYPE; se incluyen tanto los requerimientos referentes a costos como otros de aspecto cualitativos que se consideran de difícil cumplimiento por parte de los pequeños y microempresarios para poder elaborar una emisión.

Tabla 20 Evaluación de los requisitos para registrar Emisores en la Bolsa de Valores para una MYPE.

REQUISITO	DIFICULTAD
Declaración jurada del representante legal	Fácil
Testimonio de la escritura de constitución social del emisor	Fácil
Copia del Número de Identificación Tributaria del emisor	Fácil
Nómina de los socios, asociados o accionistas con su participación dentro del capital de la empresa	Medio
Estados Financieros auditados de los últimos 3 ejercicios fiscales	Medio
Declaración Jurada de los Accionistas propietarios de más del 10% de capital accionario	Medio

Análisis de la facilidad para cumplir los requisitos establecidos por el anteproyecto de ley.

Fuente propia.

Tabla 21 Evaluación de los requisitos para registrar Emisiones en la Bolsa de Valores para una MYPE.

CONCEPTO	REQUISITO
Declaración jurada del representante legal del emisor	Fácil
Certificación de la junta directiva o de la autoridad competente que autorizó la emisión	Fácil
Proyecto de escritura pública de emisión que refleje la clase de valor que desea registrar y sus características	Medio
Si la emisión se encuentra garantizada por algún tipo de cobertura, se deberá presentar los documentos que comprueben su existencia, además de presentar el valúo por parte de un perito registrado en la SSF.	Medio
Informe completo de la clasificación de riesgo de la emisión	Difícil
Estados financieros proyectado a 5 años, flujo de efectivo que reflejen la capacidad de pago del emisor	Difícil
Objetivos financieros y el análisis del mercado objetivo al cual estará orientado la emisión	Difícil

Análisis de los requisitos actuales según facilidad de acceso. Fuente propia.

CAPÍTULO 5 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

En este capítulo se presentan las conclusiones de la investigación basadas en los hallazgos que surgieron tanto a raíz de las encuestas realizadas como de las investigaciones previas.

Las conclusiones van orientadas a la situación actual que viven las MYPES y la viabilidad o no para que estas opten a la Bolsa de Valores para obtener financiamiento. Así mismo se hace énfasis en las recomendaciones mencionadas en el capítulo anterior a ciertas preguntas que fueron realizadas a los microempresarios, ya que éstas se consideran como los eslabones más débiles en esta investigación.

5.1 Conclusiones

Dado el anteproyecto de ley (y ninguna ley o normativa existente que apoye a las MYPES para que éstas puedan ingresar a la Bolsa de Valores), queda plasmada la ambigüedad referente a que no se especifica cómo se apoyará a las MYPES respecto a la calificación de riesgo. Este elemento es clave ya que ningún inversor estará interesado en invertir en empresas que no posean calificación de riesgo.

Estas calificaciones representan un monto considerable para los micro y pequeños empresarios los cuales no están en posiciones económicas de realizar pagos para obtener dicha calificación; es decir no verán factible realizar varios desembolsos por un monto similar al que una entidad financiera (Banco/Cooperativa) o incluso una no financiera pueda ofrecerles.

Sumados a la calificación de riesgo, están los gastos por custodios y por servicios de los Corredores, éstos no compensarán los beneficios de la tasa más baja que pueda ofrecerles la Bolsa; y si a pesar de eso se le incluye todos los gastos anteriores, muchos empresarios se verán

decididos a optar por otra entidad para obtener su financiamiento. Añadiéndole a esto que los empresarios deberán esperar un tiempo más prolongado respecto a la banca para que sus colocaciones se lleven a cabo y que un inversor las adquiera; en este aspecto la Bolsa estaría en una desventaja más notoria respecto al sistema bancario.

Dadas las leyes actuales, a pesar que no hay un requisito en donde se establezca que las MYPES no puedan optar a la Bolsa de Valores, no existe ninguna MYPE emitiendo en ésta, debido a que este sector no tiene el conocimiento que se pueda financiar a través de la Bolsa, y dentro de los requisitos actuales hay aspectos cualitativos que este sector difícilmente podrá cumplir como lo es una proyección de ingresos a 5 años ya que muchas éstas no poseen ingresos constantes, algunas incrementan su volumen de ventas en temporadas altas (CONSUMA, eventos promovidos por CONAMYPE, navidad, etc.), por lo cual sería muy difícil que este sector realice proyecciones a largo plazo.

En conclusión general, dada la actual legislatura y el anteproyecto de ley, las MYPES podrían ingresar a la Bolsa con un segmento de mercado muy marginado, ya que la cultura financiera salvadoreña trata de manera ecuánime a las MYPES y grandes empresas por lo cual así como está plasmado hasta la fecha dicho proyecto que permita el ingreso de las MYPES a la Bolsa podría no ser factible. Si no se hace ningún ajuste para ayudar a estos microempresarios, el país no crecerá económicamente y a comparación de los países latinoamericanos, El Salvador se quedará atrás en nivel de inversiones de MYPES en el mercado bursátil

5.2 Recomendaciones

Se establecen las siguientes recomendaciones a fin de proponer a las entidades que generan las normativas y leyes, las mejoras en el anteproyecto de ley con el objetivo de garantizar que las MYPES participen y tengan buena aceptación en el mercado bursátil ya que una ley que permita el acceso a una fuente de financiamiento de bajo costo para las MYPES sería muy beneficioso para la economía ya que este sector representa más del 90% de las empresas registradas en El Salvador, son fuentes de empleo para un gran porcentaje de salvadoreños.

1. Deben generarse manuales, guías técnicas, normas, etc. A manera de aclarar las diferentes ambigüedades establecidas en el anteproyecto de ley, tales como: la calificación de riesgo. Este término no se especifica en el anteproyecto de ley, pero es un requisito actual necesario para los inversores para inclinarse en invertir en estas emisiones.
2. Si se quitara el requisito de calificación de riesgo al anteproyecto de ley, pero aun así no existiesen inversores interesados en las emisiones de las MYPES debido a la falta de esta calificación, se pudiera dar el respaldo de la calificación de la Bolsa o del país a estas emisiones con el objetivo de promover a las micro y pequeñas empresas a seguir apoyándolas en su financiamiento como motor de crecimiento de la economía salvadoreña.
3. Si no se retira el costo de la calificación de riesgos, deben establecerse montos máximos por honorarios por estos servicios. También para el pago para el custodio o los porcentajes de las Casas, debe colocarse un techo para estos pagos, a fin de ayudar a las MYPES a mitigar los elevados desembolsos por estos servicios; ya que estos elevados

montos pueden convertirse en el principal obstáculo para que las MYPES emitan en Bolsa.

4. Podría mejorarse el anteproyecto de ley permitiendo a las MYPES ingresar a la Bolsa de forma conjunta entre varios microempresarios como una sola emisión a fin de generar emisiones de mayor monto al que podría ofrecer una sola MYPE. Esta emisión grupal sería más atractiva para los inversores y a la vez podrían aplacar los gastos al hacerlos entre muchos microempresarios.

Como recomendaciones a las MYPES se proponen:

1. Mantener una contabilidad formal y ordenada a manera de cumplir los requisitos establecidos en el anteproyecto de ley y así poder optar al financiamiento en la Bolsa. Así mismo, mantener esta buena práctica sobre la contabilidad les permitirá seguir creciendo y distinguirse de otras MYPES.
2. Mantenerse informado de las tasas para el destino empresa, ya que así podrá conocer los rangos en los que oscila las tasas de interés en el sector bancario. Así mismo, conocer cuales bancos estatales apoyan a las MYPES.

A las entidades que apoyan a las micro y pequeñas empresas se les recomienda:

1. Promover una cultura de educación financiera a fin que las MYPES conozcan las diferentes opciones de financiamiento que existen en el mercado, para que las MYPES acudan a éstos y conozcan los requisitos que deben cumplir para optar a un financiamiento tanto en el sector bancario como en la Bolsa.

2. Ayudar a las MYPES a buscar estabilización en la parte contable, destacándoles lo importante que es su crecimiento y estabilidad en el mercado para la economía salvadoreña como fuentes de empleo.

BIBLIOGRAFÍA

Asamblea Legislativa de El Salvador (2017). *Anteproyecto de Ley de acceso al Mercado de Valores para las micro, pequeñas y medianas empresas.*

Ávila Acosta, R. (2001) *Guía para elaborar la tesis: metodología de la investigación; cómo elaborar la tesis y/o investigación, ejemplos de diseños de tesis y/o investigación.* Lima: ediciones R.A

Banco Central de Reserva. Departamento de investigación, económica y financiera. Año I No. 6 (2008). *Estructura de la Oferta y el Acceso al Financiamiento de las MIPYME'S en El Salvador: una revisión preliminar*

Banco Central De Reserva. (2008). *Estructura de la Oferta y el Acceso al Financiamiento de las MIPYME'S en El Salvador.* San Salvador: Anónima.

Banco Central de Reserva. CN-05|2015. (2015). *NRP-10 “Normas técnicas para la autorización y registro de emisores y emisiones de Valores de oferta pública”.*

Bolsa de Valores de El Salvador. *Financiamiento e inversión en la Bolsa.* Recuperado en septiembre de 2017 de: <https://www.bolsadevalores.com.sv/>

Bolsa de Valores de El Salvador, B. (25 de Junio de 2017). Bolsa de Valores. Obtenido de Bolsa de Valores: www.bolsadevalores.com.sv/simulador-costos-financiamiento-bolsa

Centro de Escritura Javeriano. Centro de Escritura Javeriano. *Normas APA. X.*

Checkley K. C. (2007). *Manual para el análisis del riesgo de crédito.* Barcelona: Ediciones gestión 2000.

Comisión Nacional de la Micro y Pequeña Empresa. 1ra. Edición. Tomo N1 403 (2014). *Ley MYPE “Ley de Fomento, Protección y Desarrollo para la micro y pequeña empresa”*.

Comisión Nacional de la Micro y Pequeña Empresa. (2004) *Dinámica de las MYPES en El Salvador: Bases para la toma de decisiones. Encuesta de Seguimiento Sectorial*.

Diario el mundo. *MYPES vendieron al Gobierno \$158.8 millones durante el año pasado*. Recuperado en septiembre de 2017 de: <http://elmundo.sv/mypes-vendieron-al-gobierno-158-8-mills-durante-el-ano-pasado/>

Expreso.EC. (18 de Octubre de 2013). *En la bolsa hay un lugar para las MYPES*. Recuperado el 15 de Julio de 2017, de <http://www.expreso.ec>: <http://www.expreso.ec>

Galarza Pineda, Jhon. (2012). *Las pymes a través del mercado de valores*. Lima: Working Paper IE Law School.

Gitman, J. Lawrence. (2003). *Principios de administración financiera* (10ª ED.). México: Prentice Hall México.

Guidos G, Guillermo. (6 de Abril de 2015). *Recomiendan mayor unión para fortalecer al sector MYPE*. (L. P. Gráfica, Entrevistador)

La Paz-ANF, B. (4 de 11 de 2014). El país online. Obtenido de *Las Pymes ingresarán a la Bolsa Boliviana de Valores*: <http://elpaionline.com/index.php/2013-01-15-14-16-26/nacional/item/146385-las-pymes-ingresaran-a-la-bolsa-boliviana-de-valores>

Ministerio de Economía-Dirección General de Estadísticas y Censos. (2012). *Resumen Directorio de Unidades Económicas 2011-2012*.

Ministerio de Economía y Finanzas, P. (1 de 11 de 2014). Ministerio de Economía. Obtenido de Ministerio de Economía: [www.mef.gob.pe/es/portal-de-transparencia-economica/297-preguntas-frecuentes/2189-capitulo-ii-situacion-actual-del-mercado-de-valores-peruano-](http://www.mef.gob.pe/es/portal-de-transparencia-economica/297-preguntas-frecuentes/2189-capitulo-ii-situacion-actual-del-mercado-de-valores-peruano)

Revista Actualidad Empresarial. (1 de Noviembre de 2012). Obtenido de Boletín Empresarial: <http://aempresarial.com/web/informativo.php?id=2028>

Rogel, I. Ileana. (2016). *Políticas Públicas de Apoyo a las MYPES en El Salvador*. San Salvador: CONAMYPE.

Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, P. B. (2010). *Metodología de la investigación*. México D.F.: Mc Graw-Hill/ Interamericana editores, S.A. de C.V.

Soriano, L. Claudio. (1 de NOVIEMBRE de 2005). GESTIOPOLIS. Recuperado el 20 de JULIO de 2017, de GESTIOPOLIS: www.gestiopolis.com/por-que-fracasan-las-pymes/

Super Intendencia del Sistema Financiero, S. (25 de Junio de 2017). SSF. Recuperado el 25 de Junio de 2017, de SSF: www.ssf.gob.sv/index.php/nov/publi/tasas-de-interes

Vásquez Hidalgo Isabel. (2005, Diciembre 18). *Tipos de estudio y métodos de investigación*. Recuperado de <https://www.gestiopolis.com/tipos-estudio-metodos-investigacion>

Verdad Digital. (27 de Febrero de 2017). Recuperado el 21 de febrero de 2018, de verdaddigital.com: <https://www.verdaddigital.com/index.php/economia/15645-15645>

Web de la Bolsa de Valores, B. (10 de Septiembre de 2017). Obtenido de Bolsa de Valores: <https://www.bolsadevalores.com.sv/index.php/la-bolsa/la-bolsa-de-valores>

Anexo A Encuesta para MYPES

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS



Objetivo: Recolectar información de los micros y pequeños empresarios (MYPES) sobre su situación referente a los créditos bancarios con la finalidad de identificar si están optando a más de una alternativa de crédito o si solo recurren a los créditos bancarios

Indicaciones: favor leer detenidamente las siguientes preguntas y marcar con una X o complementar como sea adecuado.

1. Cantidad de años del negocio

Entre 3 y 5 años ____ Entre 5 y 10 años ____ Más de 10 años ____

2. Cantidad de empleados en el negocio

Menos de 10 personas ____ Más de 10 personas ____

3. ¿Tiene algún crédito con una banco/cooperativa o ha tenido uno anteriormente?

Sí ____ No ____

4. Si su respuesta a la pregunta anterior fue SI ¿El plazo del préstamo es mayor o menor igual a 1 año?

Menor o igual a 1 año _____ Mayor a 1 año _____ No tiene ningún crédito _____

5. Si su respuesta a la pregunta 3 fue SI, ¿Cuáles dificultades se le presentaron para que le aprobaran el préstamo:

Falta de codeudor _____

Monto bajo _____

Monto y plazo no le convenía _____

El plazo no le convenía _____

Sin inconvenientes _____

Tasa de interés alta _____

6. ¿Ha obtenido un crédito que no provenga de un Banco/Cooperativa?

Sí _____ No _____

7. ¿Tiene conocimiento que en la bolsa de valores se puede optar por un “Crédito”?

Sí _____ No _____

8. Si su respuesta fue Si a la pregunta anterior ¿Conoce cuál sería el proceso a seguir para poder solicitar un crédito en la bolsa de valores?

Sí _____ No _____

9. ¿Si la tasa de interés que le podrían ofrecer en la Bolsa de Valores fuera menor a la de un banco, estaría interesado en obtener un crédito en la Bolsa?

Sí _____ No _____

10. ¿Conoce que significa de una calificación de riesgo?

Sí ____ No ____

11. ¿Conoce el costo para optar a una calificación de riesgo?

Sí ____ No ____

12. ¿Conocía de algún proyecto en el cual se busca “facilitar” el acceso de las MYPES a la BVES?

Sí ____ No ____

13. Si se le presentara una “guía” de los pasos a seguir para poder obtener un “Crédito” en la Bolsa de Valores, ¿estaría interesado?

Sí ____ No ____

Anexo B Encuesta para Casas de Corredores de Bolsa

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS



Objetivo: Recolectar información de las Casas Corredora de bolsa sobre la situación de las MYPES en la bolsa de valores de El Salvador, identificar los factores por los cuales estos micro empresarios acceden o no a la bolsa de valores

Indicaciones: favor leer detenidamente las siguientes preguntas y marcar con una X o complementar como sea adecuado.

1. En la actualidad o en el pasado ¿Han existido emisiones de deuda de una MYPE?

Si ____ No ____

2. Si su respuesta anterior fue Sí ¿Aproximadamente cuantas MYPE están emitiendo deuda en la bolsa de valores?

3. ¿Es la bolsa de valores la que tiene como normativa no aceptar emisiones de una MYPE?

Sí ____ No ____

4. Según su experiencia ¿Cuál es el requisito que más se le dificulta cumplir a una empresa para poder realizar una emisión?

5. ¿El costo del financiamiento que existe en la Bolsa para el sector servicio es menor al que ofrecen los bancos?

Sí ____ No ____

6. ¿Cuál es el valor mínimo por el cual se puede realizar una emisión?

\$50,000 ____

\$100,000 ____

\$1,000,000 ____

N/A ____

7. ¿Cuáles son los costos asociados a una emisión/colocación?

8. ¿Cuál es el plazo mínimo para una emisión?

Menor a 1 año ____

De 1 a 5 años ____

De 5 a 10 años ____

N/A ____

9. En su opinión, ¿Considera factible que las MYPES realicen emisiones?

Si _____

No _____

Porque

10. Si las MYPES emiten deuda en la Bolsa de Valores, ¿Cuáles serían las principales diferencias entre un crédito que puedan obtener del sistema bancario?

11. ¿Tiene conocimiento que en Bolsas internacionales existen MYPES que emiten deuda?

Si _____

No _____

12. Si hubiera una ley/normativa diferente a la que actualmente existe para los emisores de deuda, que “facilite” el proceso de emisión de una MYPE ¿Cuáles considera que deberían ser los requisitos que se deberían cambiar para que una MYPE pueda realizar una emisión?
