



UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA

La Universidad Católica de Loja

ÁREA ADMINISTRATIVA

TÍTULO DE INGENIERO EN ADMINISTRACIÓN EN BANCA Y
FINANZAS

**La competitividad del financiamiento mediante deuda para Pymes, a través
del mercado de valores.**

TRABAJO DE TITULACIÓN

AUTOR: Bravo Caicedo, Wilmer Aldemar

DIRECTOR: Cortés García, José Salvador

LOJA – ECUADOR

2016

APROBACIÓN DEL DIRECTOR DEL TRABAJO DE TITULACIÓN

Mtro.

José Salvador Cortés García

DOCENTE DE LA TITULACIÓN DE ADMINISTRACIÓN EN BANCA Y FINANZAS

De mi consideración:

El presente trabajo de titulación: La competitividad del financiamiento mediante deuda para Pymes a través del mercado de valores realizado por Wilmer Aldemar Bravo Caicedo, ha sido orientado y revisado durante su ejecución, por cuanto se aprueba la presentación del mismo.

Loja, 15 de agosto del 2016

f)

DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS

Yo Wilmer Aldemar Bravo Caicedo declaro ser autor del presente trabajo de titulación: La competitividad del financiamiento mediante deuda para Pymes a través del mercado de valores, de la Titulación de Administración en Banca y Finanzas, siendo José Salvador Cortés García director del presente trabajo; y eximo expresamente a la Universidad Técnica Particular de Loja y a sus representantes legales de posibles reclamos o acciones legales. Además certifico que las ideas, conceptos, procedimientos y resultados vertidos en el presente trabajo investigativo, son de mi exclusiva responsabilidad.

Adicionalmente declaro conocer y aceptar la disposición del Art. 88 del Estatuto Orgánico de la Universidad Técnica Particular de Loja que en su parte pertinente textualmente dice: “Forman parte del patrimonio de la Universidad la propiedad intelectual de investigaciones, trabajos científicos o técnicos y tesis de grado o trabajos de titulación que se realicen con el apoyo financiero, académico o institucional (operativo) de la Universidad”.

f)

Autor: Bravo Caicedo Wilmer Aldemar

Cédula: 171980458-3

DEDICATORIA

Dedico, con especial gratitud a Dios por otorgarme la vida,

A mis padres Anita y Anibal que con su paciencia, comprensión y apoyo incondicional, son quienes inculcaron en mí, este rasgo de superación, hacia el cumplimiento de una meta más para alegría personal y profesional,

A mis hermanos Elkin, Aicardo y Yesid por sus deseos, apoyo y buenos consejos durante toda esta importante etapa de mi vida y a toda mi familia que siempre me motivan desde Colombia.

AGRADECIMIENTO

A la Universidad Técnica Particular de Loja, a través de la Escuela de Banca y Finanzas, a su personal Docente y Administrativo, quienes con generosidad y paciencia supieron impartir sus conocimientos y de esta manera han ayudado a mi formación profesional.

De manera especial, mi sincero agradecimiento al Mtro. José S. Cortés García, que con su conocimiento y orientación, supo guiar y orientar acertadamente el presente trabajo.

Finalmente, doy gracias a mis compañeros de estudios de la Universidad y al grupo CIFIB por su amistad y colaboración en todo el transcurso de la carrera, y a toda persona que de una y otra manera colaboraron conmigo hasta la culminación del presente trabajo.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

CARÁTULA.....	i
APROBACIÓN DEL DIRECTOR DEL TRABAJO DE TITULACIÓN	ii
DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS	iii
DEDICATORIA	iv
AGRADECIMIENTO	v
ÍNDICE DE CONTENIDOS.....	vi
INDICE DE TABLAS.....	ix
INDICE DE ILUSTRACIONES.....	x
RESUMEN.....	1
ABSTRACT.....	2
INTRODUCCIÓN.....	3
1 ASPECTOS GENERALES DEL MERCADO DE VALORES EN ECUADOR.....	4
1.1 Antecedentes del mercado de valores. Los hechos más destacados.	5
1.2 Marco referencial.....	7
1.2.1 Ahorro.	7
1.2.2 Apalancamiento financiero.....	7
1.2.3 Entes del sistema de financiamiento tradicional.	8
1.2.4 Crédito.....	9
1.2.5 Tasa Efectiva Referencial BCE.....	9
1.2.6 Emisión de deuda.	10
1.2.7 Mercado de Valores.	10
1.2.8 Instrumentos de financiamiento a través de Bolsa de Valores.	11
1.2.9 Riesgo.	13
1.2.10 Casa de valores.	14
1.2.11 Participantes del mercado de valores.	14
1.2.12 Producto Interno Bruto.	15
1.3 Normativa legal y Reguladores.	15

1.4	Crecimiento de la capitalización bursátil y montos negociados.	17
1.4.1	Capitalización bursátil.	17
1.4.2	Renta fija.	18
1.4.3	Renta variable.	18
1.4.4	Ecuindex.	19
1.5	Las Pymes en Ecuador.	20
1.5.1	Definición de Pymes.	20
1.5.2	Importancia.	22
1.5.3	Ventajas y desventajas.	22
1.5.4	Categorías del mercado bursátil ecuatoriano.	23
2	LÍNEAS DE FINANCIAMIENTO Y EXPOSICIÓN PARA PYMES.....	26
2.1	Financiamiento tradicional.....	27
2.2	Sistema de financiamiento público.....	29
2.3	Mercado de valores.....	29
2.3.1	Importancia del mercado de valores en la economía.	29
2.3.2	Aspecto regional.	30
2.3.3	Aspecto nacional.....	31
2.3.4	Instrumentos de financiamiento con deuda en BV.....	37
2.3.5	Comentarios de Freddy Buri, operador Casa de valores Accival.	40
3	EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA PYMES Y SU COMPETITIVIDAD EN EL MERCADO DE VALORES.....	42
3.1	El papel comercial como deuda de corto plazo.....	43
3.1.1	Costos asociados (CA) a la emisión de Papel comercial.....	47
3.2	Las obligaciones como deuda de largo plazo.	49
3.2.1	Análisis por distribución con intencionalidad.....	51
3.2.2	Cálculo de probabilidad de las variables asociadas a la tasa de interés pasiva ofrecidas por las Pymes.	60
3.2.3	Costos asociados a la emisión de OBL.	68
3.3	Relación entre variables asociadas al rendimiento y tasas de interés.....	71

3.3.1	Competitividad del PC versus tasas efectivas BCE.....	72
3.3.2	Competitividad de las OBL versus tasas efectivas BCE.....	75
	CONCLUSIONES.....	78
	RECOMENDACIONES.....	80
	BIBLIOGRAFÍA.....	81
	ANEXOS.....	83

INDICE DE TABLAS

Tabla 1. Clasificación de Pymes.....	21
Tabla 2. Sectores económicos	21
Tabla 3. Emisores inscritos.....	23
Tabla 4. Sistema Financiero Ecuatoriano	27
Tabla 5. Pymes emisores papel comercial	43
Tabla 6. Características de Pymes en PC.....	44
Tabla 7. Media y desviación estándar de los rendimientos PC	45
Tabla 8. Costos asociados PC	48
Tabla 9. Media y desviación estándar costo asociado PC	49
Tabla 10. Pymes emisores de OBL.....	49
Tabla 11. Montos individuales OBL.....	52
Tabla 12. Detalle de los activos deducidos y utilización de fondos a captar OBL.....	53
Tabla 13. Pymes emisores OBL clase A	55
Tabla 14. Plazo clase A OBL.....	57
Tabla 15. Tasa de interés clase A OBL	57
Tabla 16. Pymes emisores OBL clase B	58
Tabla 17. Plazo clase B OBL.....	59
Tabla 18. Tasa de interés clase B OBL	60
Tabla 19. Segmentaciones OBL por calificación y plazo.....	62
Tabla 20. Segmentaciones OBL por sector y año de emisión.....	63
Tabla 21. Moda de las variables OBL.....	65
Tabla 22. Costos asociados OBL	68
Tabla 23. Relación costo asociado vs monto OBL	69
Tabla 24. Resumen de las segmentaciones y rendimientos PC	73
Tabla 25. Resumen de los costos asociados, segmentaciones y tasas interés OBL.....	75

INDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1. Capitalización bursátil (miles de dólares).....	17
Ilustración 2. Renta fija (miles de dólares).....	18
Ilustración 3. Renta variable (miles de dólares).....	19
Ilustración 4. Ecuindex global.....	20
Ilustración 5. Pymes emisoras por tipo de título emitido (sep 2015)	25
Ilustración 6. Tasas de interés efectiva referencial BCE	28
Ilustración 7. Mercado de valores vs PIB (millones USD)	30
Ilustración 8. Riesgo país Embi+	31
Ilustración 9. Inversión Extranjera Directa (IED) millones USD	32
Ilustración 10. Productos de exportación.....	33
Ilustración 11. Petróleo WTI	35
Ilustración 12. Capitalización bursátil vs PIB.....	36
Ilustración 13. Rendimiento efectivo PC por sector.....	45
Ilustración 14. Rendimiento efectivo por calificación de riesgo	46
Ilustración 15. Rendimiento efectivo por año de emisión	47
Ilustración 16. Probabilidad en los parámetros para obtener la TEA 8,24%	67
Ilustración 18. Variación anualidad, según desviación estándar	70
Ilustración 19. Tasa mínima PC vs TRE (BCE)	73
Ilustración 20. Tasa máxima PC vs TRE (BCE)	74
Ilustración 21. Tasa efectiva y costo asociado (población)	75
Ilustración 22. Tasa mínima OBL vs TRE (BCE). Para títulos con montos de 3'5 millones USD en adelante.....	76
Ilustración 23. Tasa máxima OBL vs TRE (BCE). Para títulos con montos de 1 a 3 millones USD	77

RESUMEN

La necesidad de mejorar los costos de capital que toman las empresas para obtener recursos monetarios externos, motiva a incursionar en nuevos mecanismos de financiación, a través del mercado de valores.

El presente trabajo de investigación, analiza la competitividad del mercado de valores como alternativa de financiamiento para las pymes ecuatorianas, desde los aspectos de la estructuración de oferta pública, tasa, plazo, periodicidad de pago del capital e interés y viabilidad del acceso al financiamiento con vigencia mínima de un año, hasta ser opción del público inversionista.

El estudio abarca la dinámica financiera de 121 Pymes emisoras de títulos de deuda que estuvieron activas, desde junio 2010 con corte en agosto 2015, y que utilizaron el mecanismo bursátil como opción de liquidez, con títulos de obligaciones y papel comercial.

PALABRAS CLAVES: Ecuador, Pymes, competitividad financiera, emisión de deuda, tasas de interés, rendimientos, bolsa de valores, papel comercial, obligaciones, inversionista.

ABSTRACT

The requirement to improve capital costs taking companies to obtain external monetary resources, motivated to venture into new financing mechanisms, through the stock market.

This research analyzes the competitiveness of the market as a financing alternative for Ecuadorian SME's, from the aspects of structuring public offering, rate, term, frequency of payment of principal and interest and feasibility of access to financing minimum of one year to be option investing public.

The study covers 121 financial dynamics of SME's debt stations that were active since June 2010 cut in August 2015, and used the stock option mechanism as liquidity, securities and commercial paper obligations.

KEYWORDS: Ecuador, SME's, financial competitiveness, debt issuance, interest rates, yields, stock exchange, commercial paper, bonds, investor.

INTRODUCCIÓN

La presente investigación está centrada en demostrar la factibilidad financiera de las Pymes ecuatorianas en el mercado de valores, a través de títulos de deuda como las obligaciones y el papel comercial respecto al mercado crediticio.

El primer capítulo describe una breve reseña histórica del mercado de valores en Ecuador, conceptualizaciones, teorías, un listado de las empresas emisoras que participan en bolsa de valores, regulaciones, la evolución de la capitalización bursátil y los montos negociados en renta fija y variable, de los últimos 10 años.

Así mismo, se dedicó el segundo capítulo a las líneas de financiamiento destinadas a Pymes en las instituciones financieras público, privadas y el mercado de valores; a su vez resaltando la importancia de las actividades bursátiles al crecimiento del PIB.

En el tercer capítulo, se demuestra cómo las empresas pueden aplicar este mecanismo de financiamiento externo, teniendo en cuenta sus necesidades de liquidez que estarán en función del monto requerido, el plazo, las tasas de interés pasivas y su respectiva inscripción en el mercado.

Existen archivos digitales disponibles en las páginas web de las bolsas de valores de Quito y Guayaquil, aunque un inconveniente en el desarrollo de este trabajo, fue la falta de asesoría y disposición de las fuentes de información en materia bursátil ecuatoriana más detallada, ya que si bien se dispone de algunos datos, no se recibe total retroalimentación técnica de los prospectos de oferta pública y de la metodología empleada para la estructuración financiera, por ser de sigilo bursátil.

La formulación de las tablas, gráficos y la redacción que describen las variables estudiadas, se desarrollaron por aplicación de estadística, matemática financiera, investigación del autor, orientación del director de tesis y de opinión de un agente negociador.

Por otro lado, se logró cumplir con los objetivos de la investigación al conocer cuál es la situación de las Pymes ecuatorianas en el mercado de valores, los pros y contras de financiarse mediante deuda y la medición de la competitividad adquirida de las empresas emisoras de títulos valores.

La relevancia de este estudio está en identificar el mercado bursátil como alternativa favorable de financiamiento para las empresas societarias, teniendo como ventaja la fijación de los pagos de interés y capital por parte del emisor, al mismo tiempo que se reducen los costos de capital respecto al método tradicional.

CAPÍTULO I

ASPECTOS GENERALES DEL MERCADO DE VALORES EN ECUADOR

1.1 Antecedentes del mercado de valores. Los hechos más destacados.

El comercio está presente desde siempre, en todo el mundo; desde la costumbre de quien encontrase algo, era para sí mismo para luego entrar al trueque. En ello surge la necesidad de aplicar normativas para llevar control eficiente y equitativo de las operaciones ejercidas, como resultado del descontento al momento de intercambiar de forma justa.

En los primeros pasos a nivel nacional, Ecuador en noviembre 4 de 1831, se autoriza dar vigencia al código de comercio de España de 1829. Para mayo de 1882 entra en vigor el Código de Comercio Ecuatoriano, en el cual ya hace referencia a las bolsas de comercio, siendo la de Guayaquil la primera. En este tiempo, durante el apogeo, se ejecutaban operaciones de compra y venta, giros en dólares y libras esterlinas, bonos a 9 años y cédulas hipotecarias a 25 años.

Productos agrícolas como el café y el cacao, marcaron 64% y 5.6% respectivamente, de los ingresos por exportaciones para el año 1913. Dependiente de la demanda mundial, Ecuador fue susceptible a los altibajos del mercado, en las compras hechas por sus socios principales como Francia, Estados Unidos y el Reino Unido. Sucesos como la Revolución Juliana, la Gran Depresión, Primera Guerra Mundial, la plaga del cacao y la infertilidad de los suelos ecuatorianos, agravaron la situación. Sin olvidar su nuevo competidor África, los precios del cacao cayeron aún más (Tanquino, 2011).

En la ciudad de Guayaquil se crea en 1935, la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C. En su primer año de operaciones, su existencia habría sido casi nula por varios factores tales como la mínima negociación de títulos valores, tasas de interés, fuga de capitales y la inestabilidad política.

El primer ente controlador se crea en mayo de 1953, formando la Comisión de Valores, bajo decreto de la Ley de Emergencia No.09; en 1964 se expide la Ley de Compañías y la Ley de Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional, sustituyendo la anterior. Esta institución estaría enfocada al desarrollo industrial y la concesión de crédito.

Y bajo la nueva normativa legal, en marzo de 1969, aprueba la Ley No. 111 que da apertura a establecer bolsas de valores y compañías anónimas en Quito y Guayaquil por mandato ejecutivo, con la vigilancia de Ley de Compañías y la Superintendencia de Compañías; constituyéndose a la par la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) y la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) (Junta Monetaria del Banco Central del Ecuador (BCE), 1974).

Por otra parte, como la tasa de interés real era negativa, las empresas optaban por tomar créditos antes que emitir acciones; al fin y al cabo, las tasas de interés pactadas por las bolsas de valores se derivaban del mismo sistema financiero; el mercado bursátil no tenía su plena funcionalidad, de lo cual deriva que debía otorgar mejores márgenes de interés, por no

depender de intermediación financiera (BCE, 1974).

Para el inicio de la década de los 80, se ejecutó el programa de sucretización de la deuda privada que pasó de 5 billones de sucres en 1970 a 26 billones en 1980, llevando como antecedente el fenómeno del niño, el fallecimiento del entonces Presidente Jaime Roldós Aguilera y la crisis mexicana, cuyos efectos se reflejaron en una disminución del 77% del volumen de negociaciones, respecto a 1979. La mejoría a la situación económica del país se notó en 1985 (Superintendencia de Bancos, 1977).

Entre las décadas del 70 y 90, el sector privado participaba con el 25%, mientras que el público ocupaba la diferencia; y solo los instrumentos de renta fija abarcaban el 98% en bolsa de valores. Estas cifras aún se mantienen al 2015, según los boletines mensuales de información bursátil que elabora la Bolsa de Valores de Quito.

Los agentes de bolsa fueron cambiados por casas de valores; se involucraron administradoras de fondos; las bolsas de valores pasan a ser corporaciones de orden civil y las compañías anónimas se calificaron como jurídicas; todo esto bajo la primera Ley de Mercado de Valores, del 28 de mayo de 1993. Fue en el poder del Ingeniero León Febres Cordero, que los Bonos emitidos por el BCE, se negociaron fuera de bolsa, conllevados por el auge de los años 1993 y 1994. Acto seguido, el conflicto con Perú fue el freno de su crecimiento, elevando el riesgo país.

A pesar de que su creación abrió las puertas a negociaciones de índole privada y que se fortalecieron las relaciones del sector público con los inversionistas al otorgar incentivos tributarios, se evidenció falta de competencia en la autorregulación de las bolsas de valores y en el control de los mercados extrabursátiles. Motivos suficientes para que en julio de 1998, se expida la nueva Ley de Mercado de Valores que continúa en vigencia.

En esta transición 1994 – 1998, la emisión de obligaciones ascendía a 2 billones de sucres, 354 millones de dólares y 2,5 millones en Unidades de Valor Constantes¹. Acto seguido, el feriado bancario de 1999 obligó al país a adoptar el dólar americano por completo, al tipo de cambio de 25.000 sucres, dejando así a la moneda local, fuera de circulación en septiembre de 1999. En adelante, la dolarización permitió el repunte en títulos de obligaciones, papel comercial y titularizaciones haciendo que el mercado de renta fija sea el más dinámico en bolsa.

¹ Fue el instrumento creado en 1993 en base con la Nueva Ley de Mercado de Valores, que garantizaba intereses reales positivos suprimiendo los riesgos por inflación, manteniendo el poder de compra de la deuda a los ahorradores por concepto de vivienda y jubilación.

1.2 Marco referencial.

El lenguaje de los mercados financieros comprende una serie de concepciones cuyo significado facilita la comprensión de su funcionalidad y estructura, así como ampliar la visión de su importancia en el contexto del desarrollo económico de un país.

Enseguida se exhibe el aspecto teórico-conceptual que se mezcla en el desarrollo del presente trabajo de investigación.

1.2.1 Ahorro.

Es aquella parte del ingreso que no ha sido consumido, ya sea en el aspecto empresarial o personal, que tiene por finalidad reservarse para eventualidades no anticipadas o de inversión. También se define como el sacrificio de no gastar hoy, en espera de un consumo futuro que lo beneficie en algo mejor.

Estudios económicos han demostrado que el ingreso es el determinante principal de consumo y del ahorro. Las personas con mayores ingresos, ahorran más que los pobres, tanto en términos absolutos como porcentaje del ingreso. Los de menores ingresos, no pueden ahorrar nada; en su lugar, mientras puedan pedir prestado o consumir su patrimonio, tienden a desahorrar. Esto es, tienden a gastar más de lo que ganan, reducen sus ahorros acumulados o se endeudan más (Samuelson & Nordhaus, 2006).

Por otro lado, los ahorristas, sean particulares o instituciones, promueven el desarrollo bursátil al negociar títulos valores de Pymes emisoras, a la vez que su papel participativo en la economía pasa a ser el de inversionistas, porque han decidido tomar ese riesgo. Así mismo, las empresas que emiten títulos de deuda en bolsa de valores, deben estructurar estos papeles con proyecciones sostenibles en el largo plazo y garantizar la devolución del dinero, de tal manera que exista la confianza de mover los ahorros disponibles hacia los activos de inversión.

1.2.2 Apalancamiento financiero.

Se refiere al grado de dependencia que tiene la empresa con sus deudas u obligaciones. Es requerido cuando las empresas necesitan impulso o inician su expansión, por ello entre más financiamiento requieran, mayor será este ajuste y riesgo; su finalidad radica en la reestructuración del capital, infraestructura y nuevas adquisiciones, sin necesidad de usar el capital propio.

Como lo mencionan (Van Horne & Wachowicz, 1994), el apalancamiento financiero siempre

es una partida de elección. No se requiere que ninguna empresa tenga algún financiamiento de deuda a largo plazo o de acciones preferentes. En vez de ello, las empresas pueden financiar las operaciones y los gastos de capital a partir de fuentes internas y de la emisión de acciones comunes (...) No obstante, es rara la empresa que no tenga apalancamiento financiero.

Tendrá buen apalancamiento cuando la tasa de rentabilidad sea superior a la tasa de interés del préstamo más la suma de los costos que intervienen durante el proceso. Un mayor apalancamiento, implica un mayor riesgo operativo, y tendrá menor flexibilidad al momento de atender el pago de su deuda y los costos del capital.

1.2.3 Entes del sistema de financiamiento tradicional.

Bancos

Son entidades de intermediación financiera que básicamente captan recursos monetarios del público y destinan estos dineros a la entrega de crédito para las personas o empresas que lo necesitan. Están conformadas por accionistas y pueden ser privadas o públicas y regulados por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

Su rentabilidad está sujeta a la tasa de interés activa por la prestación del dinero y cuya tasa máxima se fija de acuerdo a su destino. Entre sus obligaciones, está el pago de la tasa pasiva que es el rendimiento que obtiene el depositante por su dinero.

Cooperativas de ahorro y crédito

Las cooperativas de ahorro y crédito se constituyen a través de socios que suscriben un aporte inicial al capital y que también pueden ubicar sus ahorros en la entidad para que los socios en busca de financiación puedan obtenerlos de forma más ágil.

Los rendimientos generados por la colocación de créditos son distribuidos a todos los socios. Las ofertas de crédito de estas instituciones a Pymes las hay en productivo y microcrédito; sin embargo las tasas a recuperar no son muy apreciables para solicitar dichos servicios.

Fuentes informales

A este segmento pertenecen familiares, amistades y otros. Sin embargo, aunque esta fuente suele apoyar de manera económica y rápida, no siempre tendría los recursos suficientes para cubrir una necesidad financiera empresarial, que requiera montos de gran cuantía en plazos medianos y largos.

1.2.4 Crédito.

Es la transferencia de bienes, servicios o dinero en efectivo, a cambio de dinero en efectivo a cancelar en un futuro. Permite facilitar la adquisición de bienes o servicios, que en su momento tiene un alto valor monetario para aquel solicitante que probablemente no tiene la suficiente liquidez para adquirirlo por sí mismo, y así pueda ser amortizado mediante cuotas en que se aportará parte del capital e intereses.

“Crédito es confianza”; en negocios, es la confianza dada o tomada a cambio de dinero, bienes o servicios. En una transacción, el comprador (o deudor) demuestra su poder o influencia para obtener permiso del vendedor (o acreedor) para usar su capital. Esta obligación de pago es, a la vez moral y legal (Ettinger & Wallberg, 1992).

Dentro del sistema financiero ecuatoriano, es el producto con mayor participación del mercado de intermediación financiera, otorgado en su mayoría por la banca privada, cooperativas y la banca pública. Este producto compite directamente por la atención de las empresas, y está aquí la importancia de considerar las tasas de interés activa y pasiva a modo de comparación con los rendimientos bursátiles.

1.2.5 Tasa Efectiva Referencial BCE.

Se les llama así, a las tasas que fija el Banco Central del Ecuador como techo legal a cobrar por las instituciones financieras por concepto de préstamos.

La tasa pasiva, es aquella que actúa como piso para las tasas que ofrecen las instituciones financieras a sus depositantes por depósitos a plazo fijo, de acuerdo al tiempo que se firma una póliza. También es utilizada como referencia para el pago de cupones de interés que ofrecen algunas empresas emisoras en Bolsa de valores, en las que habitualmente le agregan una prima al riesgo del mismo sector económico para volverlo más llamativo.

La tasa activa o de colocación, es la que ejercen los intermediarios financieros de los demandantes por los préstamos otorgados. Ésta siempre es mayor, porque la diferencia con la tasa de captación es la que permite al intermediario financiero cubrir los costos administrativos, dejando además una utilidad (BCE, 2015).

Se denomina spread al margen de intermediación o diferencia entre la tasa activa y pasiva; es decir, el banco oferta un rendimiento a los depositantes por su dinero, colocado generalmente en pólizas a una tasa pactada; al mismo tiempo el ente bancario ubicará esos montos recibidos al mercado bajo el sistema de créditos, desde los cuales generarán otra tasa

de interés que cubrirá los gastos operativos propios de su actividad comercial y la tasa a pagar de los depósitos.

1.2.6 Emisión de deuda.

Las empresas emiten deuda con el principal propósito de financiar proyectos de capital de trabajo, infraestructura y reestructuración de pasivos, llamándose bonos corporativos, papel comercial u obligaciones que tienen por defecto, renta fija. La ventaja de las Pymes de emitir deuda es que estas pactan las condiciones de pago pudiendo ser los cupones cancelados mensual, trimestral, anual o único al final del periodo; este aspecto sería difícil cumplir en las entidades bancarias.

Los gobiernos también son emisores de deuda y se aplican cuando requieren solventar proyectos orientados al gasto público, sea en mejoras para la educación, la salud, vivienda, y demás en beneficio social y son nombrados como bonos de tesorería a plazos mucho más extendidos.

Con respecto al plazo, si la empresa sólo necesita financiar un incremento temporal en sus inventarios para la temporada navideña, entonces tiene sentido tomar un préstamo bancario de corto plazo, pero supóngase que el dinero se requiere para pagar la ampliación de una planta, cuya vida útil se estima entre 5 a 20 años. En este caso, sería más adecuado emitir deuda a largo plazo (Brealey, Myers, & Allen, 2010).

A diferencia de un crédito, la emisión de deuda dedica el pago de cupones a lo largo de toda la vida de la obligación y su capital es liquidado al concluir su vencimiento. Las obligaciones de largo plazo de las empresas permiten vencimientos de hasta 10 años, fijando cupones trimestrales, mientras que el papel comercial al no pagar intereses, no genera cupones, por tanto su negociación se efectúa por descuento con base en la rentabilidad pactada y su vigencia no será mayor a 360 días. Otra característica que distingue la deuda, es la facilidad con la que se negocia en mercado abierto; su precio estará influenciado por las negociaciones y por la calificación de riesgo que haya recibido el título.

1.2.7 Mercado de Valores.

Se le denomina así, a la agrupación de entidades públicas y privadas, que tienen por objeto la negociación de distintos tipos de activos que bien pudieran ser de rendimientos fijos y/o variables, en distintos plazos de pago. Su objetivo fundamental es captar parte del ahorro personal y empresarial, no por el simple hecho de hacer especulación sino también para conseguir un punto de financiación extra para las empresas. (López, 2009).

Al no depender de intermediación bancaria, los costos por endeudamiento son más atractivos para el emisor, porque obtiene una tasa más baja para pagar, y para el capitalista que cobrará una tasa superior a la del mercado crediticio. Este principio, abre el mercado y facilita la obtención de financiamiento para empresas que atraviesan un déficit monetario, a través de los recursos de inversionistas, quienes son motivados por el futuro pago con réditos.

1.2.8 Instrumentos de financiamiento a través de Bolsa de Valores.

Acciones

Una acción es un título que representa una parte o cuota del capital social de una sociedad anónima. Confiere a su titular legítimo la condición de accionista; dependiendo el tipo de acción concede a su poseedor derecho a voto.

Un accionista es propietario de un porcentaje de una sociedad de acuerdo a la cantidad de acciones que posee. Su precio varía al rendimiento de la empresa y de las expectativas de los inversores y se pueden negociar en mercado primario o secundario.

Su suscripción distingue si es por constitución sucesiva de compañías anónimas a través de la suscripción pública de acciones; o se está emitiendo por aumentos de capital por suscripción pública de acciones. Por tanto, la estructuración de estas ofertas tendrá diferentes procedimientos y la calificación de riesgo es opcional.

Obligaciones de largo plazo

Son valores representativos de deuda, que el emisor reconoce o crea, y que son exigibles según las condiciones de la emisión, como título de crédito de derecho al cobro de intereses y a la recaudación del capital, para lo cual podrán contener cupones con plazo superior a 360 días a partir de la colocación y una duración de hasta 10 años.

Obligaciones convertibles en acciones

Son las que conceden a su a su titular o tenedor el derecho para exigir alternativamente o que el emisor le pague el valor de dichas obligaciones, conforme a las disposiciones generales, o las convierta en acciones de acuerdo a las condiciones estipuladas en la escritura pública de emisión; para todo esto, la resolución de la junta de obligacionistas y del emisor deberá ser unánime.

Los requisitos para colocarlos en el mercado son los mismos que cumplen las obligaciones de largo plazo. Adicionalmente, la junta de socios resuelve con una escritura en aumentar el

capital social, al menos lo suficiente para cubrir las conversiones.

La conversión puede efectuarse en fechas determinadas o en cualquier tiempo a partir de la suscripción, o desde cierta fecha o plazo, según se pacte y no es sujeto a modificación. Puede realizarse de acuerdo a la inscripción, si fue en el RMV el factor será fijado en base al precio de las acciones en mercado bursátil; y si el caso es que no fueron inscritos en el RMV, el precio de las acciones será convertido por métodos universales como valor presente neto y capitalización.

Ejercida la conversión, el obligacionista pasar a ser registrado como accionista y el pasivo de la empresa emisora debe ser reducido y aumentado en el capital suscrito y pagado, todo conforme a la Ley de Compañías.

Titularizaciones

La titularización es un proceso de jurídico que convierte las expectativas de flujo de fondos futuros en títulos negociables hoy. Todo buen proyecto futuro puede obtener recursos al momento actual. Esta modalidad abre campo para que los más diversos tipos de activos ilíquidos puedan ser movilizados a través de la venta de los títulos que los representan. Emitidos con cargo a un patrimonio autónomo y pueden ser emitidos a través de fondos colectivos de inversión o de fideicomiso mercantil.

Entre su variedad, los hay por titularización de cartera, de inmuebles, de proyectos inmobiliarios, y flujos de fondos en general.

Titularizar una cartera consiste en que las instituciones de intermediación financiera venden una cartera de la misma clase a los inversionistas, otorgándoles a estos nuevos tenedores, el derecho al pago del monto y los rendimientos generados. El valor de la emisión no podrá exceder el ciento por ciento del capital insoluto a la fecha de transferir la cartera, ni será mayor a 18 meses calendario. El ente regulador será la Superintendencia de Bancos y Seguros, con criterio positivo.

La titularización de inmuebles se transfiere bienes de baja rotación, se crea mediante contrato de fiducia mercantil, sin revocación de garantía o administración. El monto no excederá el 90% del valor presente de los flujos futuros proyectados que generará el inmueble durante el tiempo de emisión y cuya tasa de descuento no será inferior a la tasa activa referencial fijada por el Banco Central del Ecuador.

Los proyectos inmobiliarios, también pueden ser objeto de titularización. Este consistiría en emitir títulos mixtos o de participación que sostengan derechos de alícuotas o porcentuales exclusivamente sobre un activo de tipo inmuebles, los diseños, estudios técnicos, pre

factibilidad económica, adquisición del lote, presupuesto y ejecución del proyecto; llámese a esto, patrimonio de propósito exclusivo.

El monto a emitir no excederá el total del presupuesto del proyecto, incluido el proceso de titularizar o del avalúo del inmueble. La rentabilidad al inversionista se deriva de la valoración del inmueble y la enajenación de unidades de construcción.

La titularización de flujos de fondos consiste en el traspaso al patrimonio autónomo del derecho de cobro de los flujos de efectivo previsible en el futuro de al menos 3 años con base en los 3 últimos ejercicios. Su emisión no excederá el 90% del valor presente de los flujos requeridos en el presupuesto y el descuento no será inferior a la tasa activa referencial del segmento productivo corporativo del Banco Central. Sin embargo, si se refiere a los flujos de fondos de bienes que se espera que existan, la colocación no superará el 50% y en lo demás, las mismas condiciones.

Para llevar a cabo una titularización, se deberá constar la escritura pública del fideicomiso mercantil de titularización, además el prospecto de oferta pública, reglamento de gestión y calificación de riesgo.

1.2.9 Riesgo.

Es la percepción que tiene el inversionista a colocar su capital en un tipo de instrumento de inversión, en temor de llegar a resultar en pérdidas. La percepción del riesgo para el inversionista disminuye, cuando existe toda la información necesaria, clara y veraz, para tomar decisiones de inversión, en papeles de renta variable o fija.

El riesgo financiero incluye tanto el riesgo de la posible insolvencia como la variabilidad en las utilidades por acciones que se induce por el uso del apalancamiento financiero. A mayor proporción de deuda de financiamiento en su estructura de capital, aumentan los cargos fijos (Van Horne & Wachowicz, 1994).

Un aspecto determinante para medir la aversión al riesgo de un inversionista, tiene mucho que ver con su conocimiento del mercado; si este es avanzado, posiblemente se sienta más tolerante a arriesgar capital que alguien que no conozca de estos movimientos. Es por ello que, ante la evidente falta de capacitación bursátil y educación financiera en Ecuador, los inversionistas prefieran negociar con instrumentos en renta fija.

El mayor temor con la negociación bursátil entre empresa e inversionistas, es el desconocimiento de la operativa en mercado de valores y que la empresa pueda resultar en pérdidas, liquidada o le sea arrebatada. Para un inversionista, colocar su dinero en papeles sobre acciones o deuda, dependerá de su expectativa ante la economía nacional. Así, si el

entorno tiene buenas perspectivas de crecimiento, habrá buena disposición a prestar dinero. La importancia de la calificación de riesgo es que éstas, muestran la solvencia de la empresa, frente a sus obligaciones financieras y debe considerarse que cuando una emisora aún no ha sido calificada en el periodo previsto o que está en revisión y que incluso su asignación sea baja, el riesgo implícito es mayor porque podría significar que, la compañía no está al día en sus actividades de cobros y pagos. Respecto a su exposición en torno al tiempo, cortos serán de bajo riesgo, a medio plazo son moderados y el largo plazo pero con mayor retorno se consideran de tipo agresivo.

El riesgo para una empresa emisora de deuda, se califica en el estudio histórico a los estados financieros y toda información económica de los últimos años, proyecciones y análisis de la emisión; a su vez, la información deberá cumplir el estándar que fija la Ley de Mercado de Valores. En la calificación se tomará como base todos los antecedentes básicos y las características del instrumento. Para estos efectos se verificará si el instrumento cuenta con garantías específicas, los resguardos de la emisión, la Garantía General y su posición relativa frente a otras obligaciones del emisor, así como las ventas del período, el entorno del sector y los principales indicadores financieros tanto históricos como proyectados del emisor, y su capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones de mercado, todo ponderado. El estudio es realizado por empresas especializadas en calificaciones de riesgo, cuyo juicio solo se orienta a analizar la calidad crediticia del emisor y no supone recomendación de compra – venta (Pacific Credit Rating, 2015).

1.2.10 Casa de valores.

Son compañías anónimas, intermediarios del mercado de valores. Están vigilados por la Superintendencia de Compañías y son miembros activos de las Bolsas de Valores. Sus servicios son: valoración real de negocios activos, asesoría financiera y estructuración de emisiones de valores, administración de portafolios de terceros, y facilitación a las personas y empresas en operaciones de compra – venta de títulos valores.

Toda transacción de compra/venta de valores emitidos en Mercado de Valores, se ejecuta exclusivamente a través de una casa de valores. El emisor está en obligación de emitir información relevante al mercado de manera trimestral (Consejo Nacional de Valores, 2015).

1.2.11 Participantes del mercado de valores.

Son aquellas personas naturales, jurídicas o corporaciones civiles que intervienen de forma directa en el mercado de valores, como son: emisores, casas de valores, administradoras de

fondos y fideicomisos; bolsas de valores, depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores; calificadoras de riesgo, auditoras externas, operadores, representantes de los obligacionistas, asociaciones gremiales y demás participantes que, de cualquier manera, actúen en el mercado de valores (Consejo Nacional de Valores, 2015).

Casas de valores.- también llamados corredores, deben ser autorizados previa compra de derechos, que los faculte para realizar operaciones en bolsa. Ecuador cuenta con 39 casas, las cuales 24 se encuentran ubicadas en la Capital y 15 en Guayaquil.

Bolsas de valores.- es el mercado que tiene espacio físico donde realizar operaciones de compra y venta de títulos de libre cotización. En el país, existen la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) y la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG).

Inversionistas.- persona o institución público o privada que disponen de recursos económicos y los destinan a la compra de valores, con objeto de obtener una rentabilidad adecuada en función del riesgo adquirido. (Bolsa de Valores de Quito, 2015)

Emisores (Pymes).- de carácter familiar en mayoría, son empresas con enfoque en la producción, cuya clasificación varía del nivel de ventas brutas, número de empleados y cantidad de activos. Sus actividades se involucran a la producción, comercio y servicios, y en conjunto crean el motor de la economía.

1.2.12 Producto Interno Bruto.

Es la medición en valor monetario de la producción de bienes y servicios de un país, en un determinado tiempo. Su crecimiento estima el grado del bienestar de la población; si la tasa del PIB crece más que la tasa de crecimiento de la población, entonces el nivel de vida aumenta.

El Ministerio de Industrias y Productividad (2012), señala que los componentes del PIB que superan los dos dígitos, son los más influyentes en esa economía; por tanto, para demostrar la influencia del mercado de valores dentro del PIB, su participación deberá cumplir esta condición, el cual es muy visible en muchos de los países desarrollados y otros en vías de desarrollo, así como los de la región Sur América, por mencionar Argentina, Chile, Colombia, y Perú son comparables a Ecuador. Se sugiere corroborar esta información en la sección 2.3.

1.3 Normativa legal y Reguladores.

El mercado capital del Ecuador, está regulado por la Ley de Mercado de Valores (LMV), y la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

La LMV del 2015 promueve un mercado organizado y transparente, con principios de equidad y competitividad, abarcando los ámbitos bursátil y extrabursátil, y a todos sus participantes como la bolsa de valores, los fideicomisos, gremios, administradores de fondos, calificadores de riesgo, auditores, y a todo aquel que de una u otra forma se involucre en el mercado.

La Codificación de Resoluciones es la guía de los procedimientos en cada actividad del mercado, como inscripciones, comunicaciones, participantes e incluye la operatividad en el sistema de rueda virtual.

El ente que regula las operaciones bursátiles es la Junta de Regulación de Mercado de Valores, y la Superintendencia de Compañías como organismo de control.

La Junta de Regulación de Mercado de Valores es el organismo público que establece normas para el mercado de valores, de acuerdo a los principios y finalidades establecidos en la Constitución de la República del Ecuador. Este ente, está conformado por el ministro de política económica, el ministro de política de la producción y un delegado del Presidente de la República.

La Superintendencia de Compañías y Valores interviene en asuntos de auditoría, vigilancia y control del mercado de valores, de tal modo que estén sujetos al ordenamiento jurídico. Tiene por tarea, inspeccionar en cualquier momento a las compañías, sociedades y toda persona que intervenga en el mercado, teniendo por facultad la verificación de operaciones, libros contables y toda información sin restricción alguna; así también investiga infractores de la Ley de Mercado de Valores y debe poner a conocimiento de la autoridad competente.

Se le atribuye al Consejo Nacional de Valores establecer las políticas generales del mercado de valores, además de regular su aplicación. Entre algunas de sus funciones son: expedir normas complementarias y resoluciones administrativas para la Ley de Mercados de Valores y de autorregulación, regular la oferta pública de valores, crear el procedimiento para la difusión de la información, acoger parámetros para la emisión de valores de la Junta Bancaria y la Superintendencia de Bancos y Seguros, etc.

El servicio de rentas internas, es el ente fiscal tributario encargado de concientizar, promocionar y persuadir exigencia en el cumplimiento de las obligaciones tributarias. En base al registro único de contribuyentes (RUC), la institución clasifica en personas naturales y sociedades. Por consiguiente las Pymes están suscritas como sociedades por la obligación de llevar registros contables de todas sus actividades; además la Superintendencia de Compañías estableció en 2008 que “será obligatoria la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera “NIIF” por parte de las empresas y entes sujetos a

su control; así todas las compañías y entes regulados por la Ley de Mercado de Valores aplicarán a partir del 01 de enero del 2010. Se establece el año 2009 como período de transición”. (Manssur, 2013)

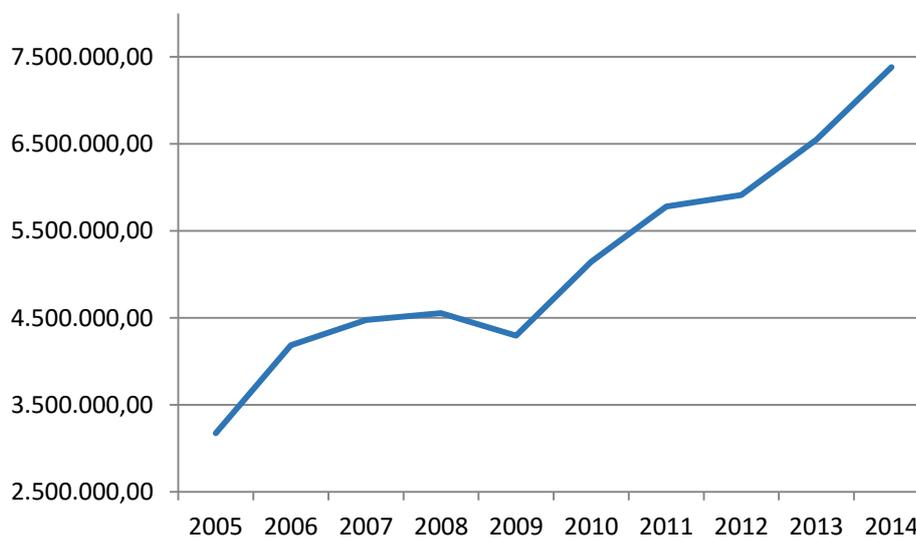
1.4 Crecimiento de la capitalización bursátil y montos negociados.

1.4.1 Capitalización bursátil.

Es la medición accionaria de una empresa al valor actual al que se pagan en el mercado de valores. Como la BVQ (2015) define: “Corresponde al valor que el mercado asigna al patrimonio de la empresa, según el precio al que se cotizan sus acciones. Este valor se obtiene a partir de la multiplicación del número de acciones en circulación de una empresa por el precio de mercado en un momento dado” (p.3).

En la última década comprendida entre el año 2005 y 2014, el mercado accionario ecuatoriano que cotiza en bolsa de valores, desarrolló un crecimiento significativo del 132%. Aun cuando desplomaron los mercados internacionales en 2008, en el país se reflejó una variación negativa del 5,68%; desde allí el crecimiento es sostenido.

Ilustración 1. Capitalización bursátil (miles de dólares)



Fuente: BVQ
Elaborado por: El autor

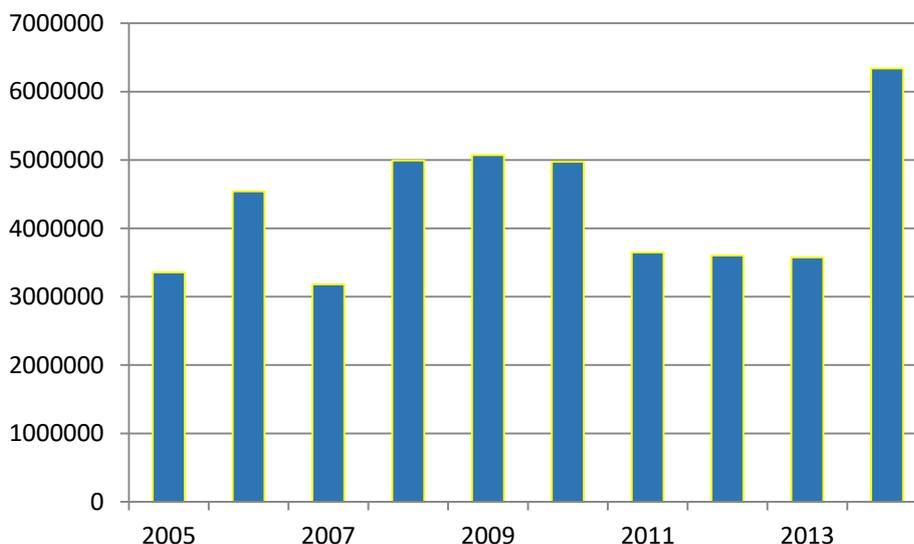
Es evidente que en el período 2006 a 2009 las condiciones en los mercados financieros no eran favorables para promover la capitalización accionaria manteniéndose casi en un mismo nivel, situación que cambia a partir de 2010 donde inicia un crecimiento acelerado solo con un ligero desaceleramiento en el año 2012.

1.4.2 Renta fija.

La Ley del Mercado de Valores vigente desde el año 2014 concreta, que los “valores de renta fija son aquellos cuyo rendimiento no depende de los resultados de la compañía emisora, sino que está predeterminado en el momento de la emisión y es aceptado por las partes” (p.17).

En Ecuador, los títulos de renta fija mayormente negociados son los certificados de inversión, pagarés, títulos del Banco Central, obligaciones corporativas, certificados de depósito y papel comercial.

Ilustración 2. Renta fija (miles de dólares)



Fuente: BVQ
Elaborado por: El autor

El monto negociado de estos valores es de 4,3 billones de dólares en promedio anual y no ha sido menor a 3,2 billones. También es posible notar que en años de mayor inestabilidad económica como 2008, 2009, 2010 y 2014, estos papeles fueron mayormente aceptados por los inversionistas y existe correlación con el elevado riesgo país como se verá en el apartado 2.3.3.

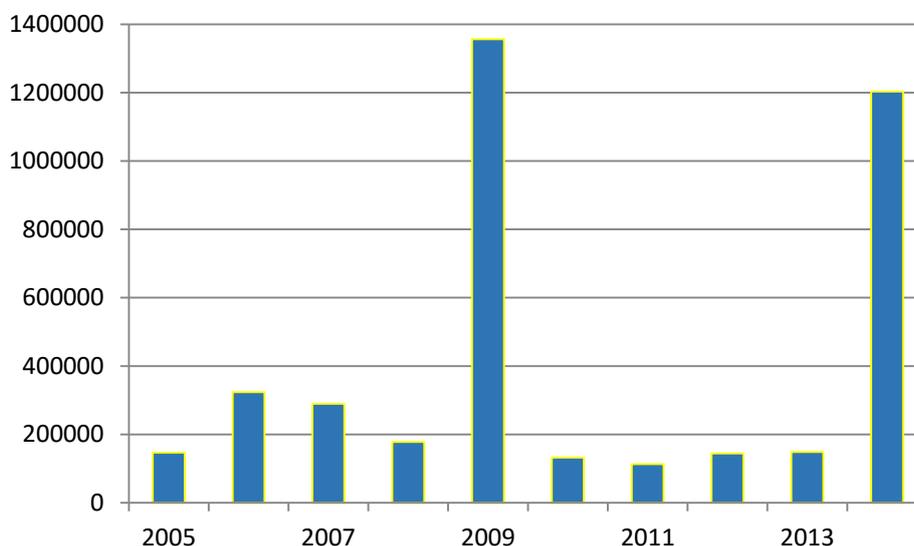
1.4.3 Renta variable.

La Ley del Mercado de Valores vigente desde el año 2014 señala, que los “valores de renta variable son aquellos que no tienen un vencimiento determinado y cuyo rendimiento, en forma de dividendos o ganancias de capital, variará según los resultados financieros del emisor” (p.17).

En este mercado prevalecen las acciones y los fondos de inversión. Estas, al ser de propiedad fraccional confieren al titular la calidad de accionista en la compañía, con sus respectivos

derechos y obligaciones y su rentabilidad estará en función de las utilidades generadas por la empresa, llamados dividendos.

Ilustración 3. Renta variable (miles de dólares)



Fuente: BVQ
Elaborado por: El autor

En el lapso 2005 – 2014, el promedio de los montos negociados por renta variable excluyendo las cantidades de los años 2009 y 2014 es de 184'425.000 dólares americanos, cuyos picos fueron el resultado de adquisiciones corporativas de gran magnitud en mercado.

A detalle, en 2009 se alcanzó la cifra de 1,36 billones de dólares, de los cuales Holcim Ecuador y Cervecería Nacional transfirieron sus acciones a Holcim Investments Spain y SabMiller Latin America por 765 y 505 millones, que a su vez equivalen al 92,1% y 90,8% del total de acciones respectivamente; resultando en 1,27 billones en dos empresas, mientras que la suma de todas las demás participantes de renta variable en el país, en el mismo año, sus negociaciones alcanzaron 90 millones en total.

Para el 2014 se observó un caso similar; tres empresas marcaron la tendencia del mercado. Lafarge Cementos, Holding Tonicorp y el Banco de la Producción vendieron el 98%, 82% y 55% de su composición accionaria, a través de certificados de inversión y de depósitos, a la peruana Unacem, Arca Continental y Grupo Promerica, por la cantidad de 518, 344 y 147 millones de dólares, que en suma resulta 1,01 billones respecto a los 1,2 billones de dólares del total negociado en bolsa de valores del mismo periodo.

1.4.4 Ecuindex.

El Ecuindex es el índice bursátil de la BVQ (2015), entidad que lo define de la siguiente forma: “Es el índice nacional de precios y cotizaciones del mercado ecuatoriano. Es un índice

accionario que refleja adecuadamente el desenvolvimiento del mercado bursátil nacional en su conjunto. Cuando el Ecuindex crece, los precios de las acciones de las empresas que cotizan en bolsa también crecen y este crecimiento se presenta por la presión ejercida por la demanda que tienen las acciones que cotizan en el mercado nacional, ante las expectativas favorables que se tienen sobre los rendimientos futuros de estas empresas” (p.13).

Ilustración 4. Ecuindex global



Fuente: BVQ
Elaborado por: El autor

Del 2005 al 2015, el índice ecuatoriano Ecuindex muestra tres tendencias definidas. El primer tramo es alcista e inicia en enero 2005 hasta mayo 2007, donde su valor 870 puntos crece en 33,8% (1164). El segundo recorrido ocurre a la baja, deshaciendo el crecimiento anteriormente generado y tocó piso en los 814 puntos. A partir de allí, septiembre del 2009, la tendencia es prácticamente alcista con pequeños retrocesos hasta julio 2015 donde cierra en 1213 puntos. Se concluye, que las acciones ecuatorianas se mantienen con precios en crecimiento al 49% desde el soporte anterior, que es un buen signo de que las empresas que lo componen se desarrollan de forma aceptable.

1.5 Las Pymes en Ecuador.

1.5.1 Definición de Pymes.

Según el economista, Correa Delgado (2011), Pymes es acrónimo de pequeñas y medianas empresas cuya actividad económica está clasificada en comercial, de servicios, agricultura, manufacturera, construcción, transporte e inmobiliario; cual clasificación varía por el nivel de ventas y número de trabajadores.

La norma que regula la categorización de las empresas según su tamaño se encuentra en Clasificación de las Pymes de 2011, 41 REDPI² § 106:

Art. 106.- Clasificación de las Pymes.- Para la definición de los programas de fomento y desarrollo empresarial a favor de las pequeñas y medianas empresas, estas se considerarán de acuerdo a las categorías siguientes:

a.- Micro empresa: Es aquella unidad productiva que tiene entre 1 a 9 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales iguales o menores de cien mil (US \$ 100.000,00) dólares de los Estados Unidos de América;

b.- Pequeña empresa: Es aquella unidad de producción que tiene de 10 a 49 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre cien mil uno (US \$ 100.001) y un millón (US \$ 1'000.000) de dólares de los Estados Unidos de América; y,

c.- Mediana empresa: Es aquella unidad de producción que tiene de 50 a 199 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre un millón uno (USD 1'000.001) y cinco millones (USD 5'000.000) de dólares de los Estados Unidos de América.

En caso de controversia frente a las variables aplicadas, se estará a lo señalado en el inciso segundo del Artículo 53 del Código de la Producción, Comercio e Inversiones: “En caso de inconformidad de las variables aplicadas, el valor bruto de las ventas anuales prevalecerá sobre el número de trabajadores, para efectos de determinar la categoría de una empresa”.

Tabla 1. Clasificación de Pymes

jun-15		
	# trabajadores	Ventas anuales
Pequeña	10 a 49	entre 100.001 a 1'000.000
Mediana	50 a 199	1'001.000 a 5'000.000

Fuente: Decreto Ejecutivo 757
Elaboración: El autor

En materia mercantil y bolsa de valores, en el país, existen 289 emisores de títulos de deuda, acciones y titularizaciones, entre los cuales 123 son Pymes, 126 son Grandes y 40 pertenecen al sector financiero. Entre Pymes, las actividades comercial e industrial destacan con el 54,44% de la totalidad y se concentran en las provincias de Pichincha y el Guayas (BVQ, 2015).

Tabla 2. Sectores económicos

abr-15	
	Número
Agrícola, pesquero, ganadero y maderero	19
Comercial	51

² Reglamento a la Estructura de Desarrollo Productivo e Inversión

Construcción	2
Energía y minas	2
Industrial	26
Inmobiliario	5
Mutualistas y Cooperativas	12
Servicios	18

Fuente: Bolsa de valores de Quito

Elaboración: El autor

Al realizar la distribución por sectores económicos, encontramos 135 Pymes partícipes en las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil. Las mutualistas y cooperativas ingresan al mercado de valores únicamente para emisiones de titularización de cartera, cuyo mecanismo les permite recuperar liquidez, necesaria para sus operaciones de servicios financieros, destacando el crédito.

1.5.2 Importancia.

Las pequeñas y medianas empresas, son el motor de la economía pues crean los bienes y servicios que se consumen en el país, que a su vez crean el empleo e ingresos a millones de trabajadores, siendo la base del desarrollo social, conocido como cadena de valor. Su origen radica en la fuerza del emprendimiento de personas insatisfechas con sus trabajos, sus ingresos actuales no acordes a sus necesidades, el ser independientes de empleadores y sobre todo que se sienten capaces de dedicarse a actividades afines a sus intereses individuales como colectivos (Cull, Davis, Lamoreaux, & Rosenthal, 2006).

Una razón a emprender en Pymes, es el capital inicial necesario y las limitaciones con la legislación. Que, a modo de comparación, crear un banco requiere de fuertes sumas de capital social y las leyes son mucho más estrictas que un negocio de moderada actividad.

A diciembre del 2014, según datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), en el Ecuador existen 78.652 Pymes registradas formalmente, de las cuales 49.071 tienen el potencial en sus balances financieros para ser partícipes en el mercado de valores.

1.5.3 Ventajas y desventajas.

Radica en la variedad de producción y/u operaciones individualizadas que otras empresas no podrían realizar debido a sus estándares industriales o que sus costos por fabricarlo serían más altos que otorgarle la actividad a una pequeña empresa.

Debido a su tamaño, pueden adaptarse a otro tipo de producción llevada de la mano en los avances tecnológicos y de acuerdo a las nuevas necesidades del mercado, siempre y cuando sus recursos financieros, la legislación y la capacitación lo permitan. En los cuales el riesgo

de no adaptarse implica quedarse estancado.

Su financiamiento está apoyado, en amplia proporción por el sistema financiero ecuatoriano público y privado. Sin embargo, existen obstáculos al momento de obtener mejores plazos y tasas a pagar por el estándar de las cuotas a cancelar mes a mes. En este último, el mercado de valores lleva mejor ventaja al establecer los pagos de interés y capital trimestralmente.

La inversión en desarrollo de tecnología es casi nula por parte de las Pymes, debido a que sus ingresos son moderados y difícilmente podrían dirigir su rentabilidad a nuevos equipos, asesoría e investigación.

Los productos ecuatorianos como el banano, café, cacao, las flores y el camarón, son apreciados en Estados Unidos, Europa y el gobierno ya ha trabajado en lazos comerciales con Rusia, India y China, en los segmentos de materia prima agrícolas y petróleo (Cámara de Comercio de Guayaquil, 2012). La asesoría y apoyo en la inclusión en mercados internacionales aún es de bajo impacto a pesar de que no existen muchas prohibiciones en materia de exportación.

La mano de obra siempre es bienvenida por la amplia oferta en el país, pero de necesitarse calificada, el costo no es atractivo. Considerando que el costo de mano de obra continúa incrementándose según la legislación laboral; la relación entre rentabilidad y costos es más estrecha, en todas las empresas.

Por todo esto, la participación del ente público es primordial para garantizar y enfocar en mercados no incursionados, motivación en transformar la materia prima en productos de valor agregado y en el fortalecimiento de una cultura colaborativa, productiva y comercial nacional y cuya competencia sean otros países y no de manera desleal entre las mismas del país (Méndez, 2015).

1.5.4 Categorías del mercado bursátil ecuatoriano.

Las bolsas de valores de Quito y Guayaquil enlistan los emisores en categorías de registro de valores inscritos y registro especial de valores no inscritos y también sub clasifica por activos como acciones, obligaciones, papel comercial, titularizaciones, y valores genéricos.

1.5.4.1 Emisores inscritos RMV.

En la siguiente tabla se muestra la composición de emisores por tamaño de empresa:

Tabla 3. Emisores inscritos

abr-15	Número
--------	--------

Pymes	123
Grandes	131
Sector financiero	39

Fuente: Bolsa de valores de Quito
Elaboración: El autor

De acuerdo a la Bolsa de Valores de Quito, en abril 2015 constan en el Registro del Mercado de Valores 293 empresas, sub clasificadas en Pymes, Grandes y las del sector financiero, las cuales cumplen con las normas que rige la Ley de Mercado de Valores y están aptas para emitir instrumentos de inversión pública.

1.5.4.2 Emisores en el registro especial de valores no inscritos REVNI.

El REVNI fue el sistema bursátil para las empresas que desean incursionar sus valores en el mercado, o que dichos valores no están inscritos en el mercado. Las negociaciones en el mismo, estaban sujetas a montos máximos de 3 millones de dólares y un plazo no mayor a 1080 días. De acuerdo a los boletines bursátiles mensuales de la BVQ, el título más negociado es el pagaré.

Sin embargo, este medio de negociación fue derogado en julio 2014 por reformas al Código Monetario. La Junta de Regulación de Mercado de Valores elabora un nuevo sistema al que se llamará Registro Especial Bursátil que estaría sujeto al cambio de las medidas tomadas. A febrero 2016 se desconoce cuál será la nueva operativa y fecha de inicio.

1.5.4.3 MiPyme bursátil.

Un programa de formación financiera, cuyo objetivo era motivar a las empresas a la participación bursátil para micro, pequeñas y medianas empresas, difundido por la Bolsa de Valores de Quito y patrocinado por instituciones públicas y privadas, en alianza con el Ministerio de Industrias y Productividad, fue el denominado MiPyme.

El fin era que las Pymes obtengan recursos acordes al flujo de cada negocio. Ahorraba tiempo y dinero al no exigir calificación de riesgo, pero no descartaba que su información legal, económica y financiera debía estar al día y revisada por auditores que evalúen el riesgo de los valores a anotarse, además de mostrar garantías que respalden el 80% del financiamiento. La oportunidad del programa era obtener recursos de hasta un millón de dólares con plazo máximo de un año.

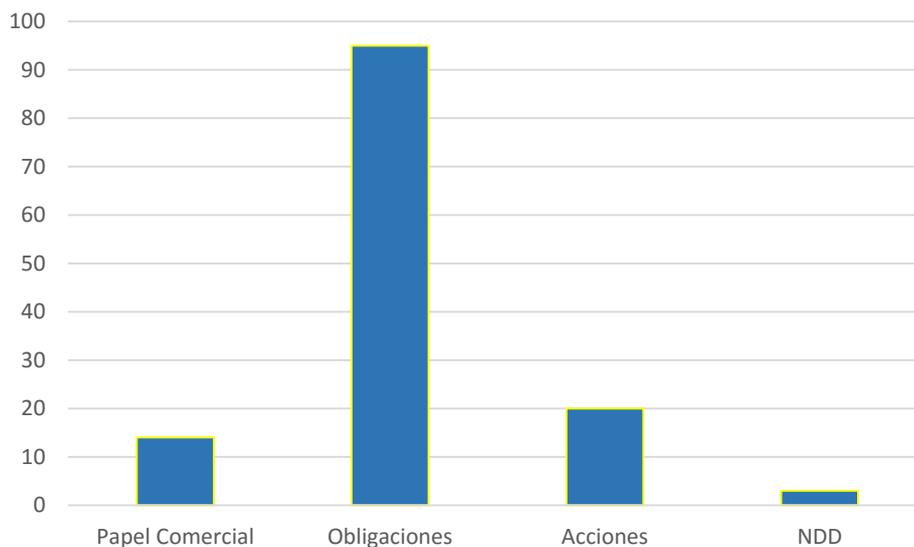
El primer paso a efectuar era buscar el auspicio de una casa de valores que asesore y estructure un producto en renta fija o variable acorde al negocio e inscribirlo en el REVNI. Consecuentemente, estos valores entraban a negociarse a fin de obtener el financiamiento

buscado.

1.5.4.4 Títulos de deuda y acciones emitidos por Pequeñas y Medianas Empresas.

En la gráfica siguiente, se ilustra la composición de la participación de las pymes, por tipos de instrumentos que negocian en el mercado de valores ecuatoriano.

Ilustración 5. Pymes emisoras por tipo de título emitido (sep 2015)



Fuente: BVQ
Elaborado por: El autor

Según los datos anteriores, las obligaciones son el instrumento que mejor se adapta a los requerimientos de financiamiento de las Pymes, lo que induce a pensar que estas empresas tratan de apalancarse a mediano plazo para financiar gasto de capital. En tanto, el papel comercial adquiere una menor relevancia tal vez debido a su costo y reducido tiempo de liquidación. En esencia, las Pymes tienen posibilidad de apalancarse con un riesgo moderado en el tiempo.

De las 123 Pymes emisoras; 22 han tranzado acciones y de éstos 14 proyectos financiaron la siembra de árboles de teca en la costa ecuatoriana como lugar estratégico; su madera es utilizada para pisos y techos lujosos por su alta dureza, color y durabilidad frente a entornos variables de clima. Cabe destacar que es un producto de alta demanda y cuyo retorno asciende al 8,4% anual con proyección de largo plazo basado en técnicas de reforestación segmentación de siembra (Teca Ecuador, 2015).

CAPÍTULO II

LÍNEAS DE FINANCIAMIENTO Y EXPOSICIÓN PARA PYMES

2.1 Financiamiento tradicional.

La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera (2015) establece de acuerdo a los artículos 302 y 303 de la Constitución de la República del Ecuador, que las políticas monetaria, crediticia, cambiaria y financiera es facultad de la Función Ejecutiva y se designa al Banco Central; tiene por objetivo promover los niveles de las tasas de interés pasivas y el equilibrio en la balanza de pagos para lograr la estabilidad económica nacional.

Las entidades financieras, al ser intermediarios entre los ahorristas y solicitantes de crédito, manejan dos tasas de interés. Los depositantes dejan sus recursos monetarios en la entidad con el objeto de que en determinado tiempo, los reciban en su totalidad más un margen de beneficio por dejarlo a recaudo de terceros, a esto se denomina tasa de interés pasiva, por el hecho de que la entidad debe devolver y pagar el recurso encomendado; también existe otro grupo de personas y empresas con falta de liquidez y a cambio de satisfacer su necesidad en forma de créditos, deberán cubrir la tasa pagada a los ahorristas más lo que corresponde propiamente a la actividad bancaria, en suma se llamará tasa de interés activa, porque a la entidad le corresponde su cobro y manejo. El spread viene a corresponder el costo de intermediación entre la obtención del dinero y su colocación.

Estos niveles tienen incidencia en la obtención de financiamiento para las empresas nacionales, pues permite conocer el costo del capital a negociar y emprender la búsqueda de fuentes más económicas o al menos conocer hasta qué monto monetario le es posible endeudarse. Así mismo es un marco de referencia que podrá ser comparado en otros mercados de dinero.

En marzo de 2016, el sistema financiero ecuatoriano, estaba conformado por 22 bancos privados, 3 bancos públicos, 4 mutualistas, 9 sociedades financieras, 812 cooperativas de ahorro y crédito y 7 grupos financieros.

Tabla 4. Sistema Financiero Ecuatoriano

En millones de dólares
Marzo - 16

	Número	Activo	Pasivo	Patrimonio
Bancos privados	22	32272,4	28988,1	3233,2
Bancos públicos	3	6986,2	4632,1	2331,1
Mutualistas	4	699,7	621,8	79,1
Sociedades financieras	9	1713,1	1378,2	329,9
Cooperativas de ahorro y crédito (1)	620 de 812	8438,3	7088,3	1350,0
Grupos financieros	7	23,9	21,5	2,3

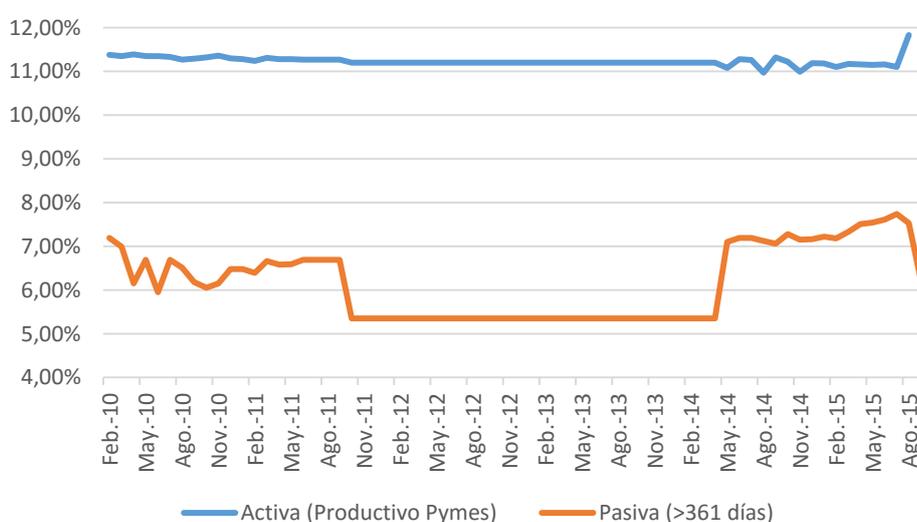
(1) Entidades controladas por la SEPS a Dic 2015

Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador y Superintendencia de Economía Popular y Solidaria

Elaboración: El autor

Si bien las entidades financieras otorgan crédito a las empresas, generalmente este se adecua a un flujo de efectivo mensual que demuestre capacidad para pagar las amortizaciones de capital más intereses. Es decir, para una Pyme podría ser difícil cubrir la letra bancaria mes a mes, cuando sus ingresos pueden percibirse en 3 meses o más, situación que en el mercado de valores representa una ventaja, donde la emisora fija los periodos de pago, de tal manera que flexibiliza la operación del circulante.

Ilustración 6. Tasas de interés efectiva referencial BCE



Fuente: BCE
Elaborado por: El autor

La evolución de la tasa de interés activa para la categoría Pymes, ha tenido leve comportamiento decreciente en el mismo período del análisis de los títulos de deuda estudiados en el presente trabajo de investigación. Su nivel más alto se registró a lo largo del año 2010 con una referencia del 11,39% anual y volviendo a tener picos altos en el tercer trimestre del 2014 y julio 2015. Así mismo, se conoce que el mismo año 2014 se dieron las tasas más bajas del lustro con valores vistos de 10,97% para créditos de este segmento productivo.

La tasa de interés pasiva efectiva referencial marcó comportamientos más sensibles que la activa. Con una variación entre 5,35% y 7,74%, su promedio durante los cinco años del estudio es el 6,17% frente al 11,23% promedio de la tasa a cobrar por las IFI's. Es de relevancia notar, que durante octubre 2011 a abril 2014 las tasas en ambos grupos no se modificaron en lo absoluto.

2.2 Sistema de financiamiento público.

Corporación Financiera Nacional y el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social son los entes que apoyan al financiamiento bursátil para empresas, instituciones e incluso municipios. Sus negociaciones se afianzan en recoger inversiones con buenas expectativas de cobro y seguridad a todo título de renta fija de oferta pública, como pueden ser obligaciones, obligaciones convertibles en acciones, REVNI y papel comercial; siempre y cuando estas no sean emitidas por IFI's.

Cabe destacar que el BIESS también negocia títulos de renta variable en mercado primario y secundario. Su propósito es impulsar el desarrollo del país, a través de instrumentos que generen rentabilidad.

2.3 Mercado de valores.

2.3.1 Importancia del mercado de valores en la economía.

Según (Ron Bautista, 2015), dentro del contexto del desarrollo de un país, ciertamente que el mercado de valores juega un papel muy importante, pues con él se propende a una mejor canalización del ahorro y al momento de la inversión para la optimización del sector productivo, a través de la empresa y aún la generación del empleo y la productividad de bienes y servicios.

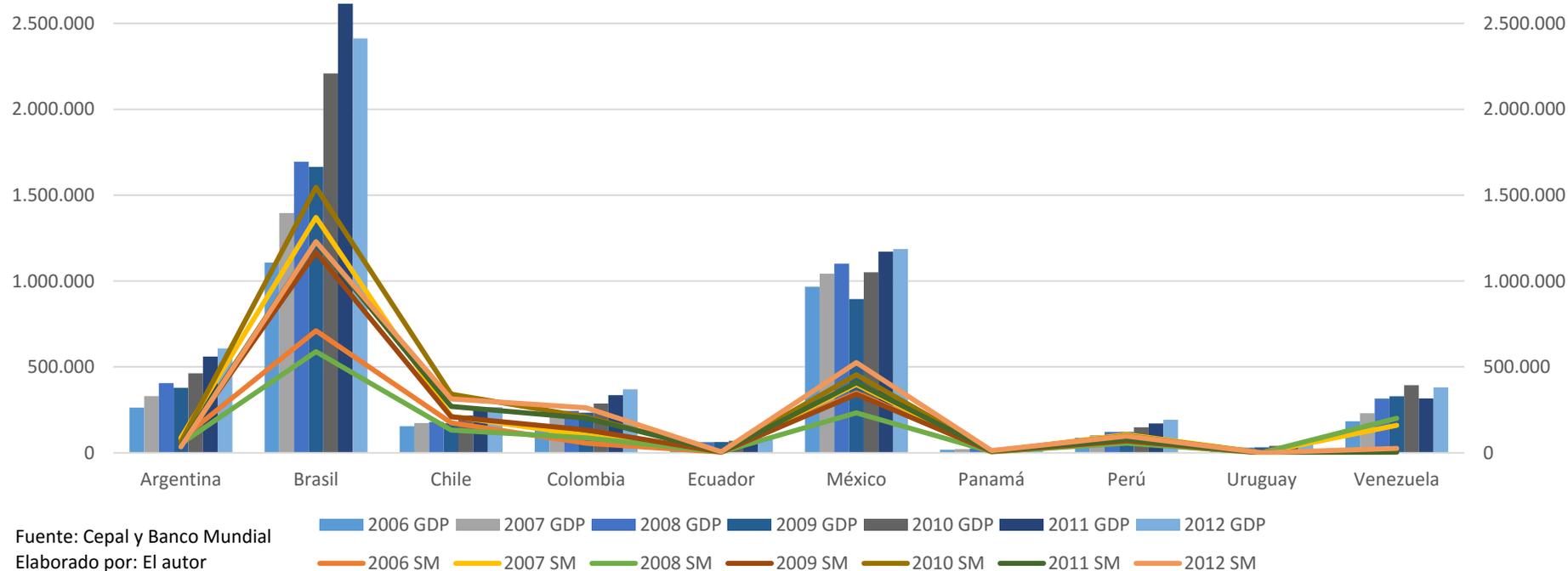
Uno de los aspectos y quizás es el más significativo del mercado de valores, es ser un mecanismo de apalancamiento financiero distinto al tradicional, por la proyección y circulación de los recursos e instrumentos financieros a inversionistas, sin necesidad de la intermediación. Pues al no tener que acudir a intermediarios, tienden a fortalecer las empresas en sus indicadores de liquidez, endeudamiento y menores costes del capital ajeno; así mismo para los inversionistas, ya que su capital tendrá mayor rendimiento que el ofertado en las instituciones financieras, consiguiente tiende a fortalecer la economía particular y productividad nacional.

El propósito de la presente tesis es la medición de la competitividad del financiamiento a través de deuda para empresas pymes en el mercado de valores. La hipótesis planteada es: "El acceso a recursos financieros de deuda en bolsa de valores, figura oportunidades de obtener mejores tasas de endeudamiento y desenvolvimiento financiero".

2.3.2 Aspecto regional.

Varias de las economías de la región Latino Americana, administran bolsas de valores en su desarrollo nacional. Destacan por su gran tamaño Brasil y México, a su vez las pequeñas economías son Ecuador, Panamá y Uruguay y a la par están Argentina, Chile, Colombia y Venezuela.

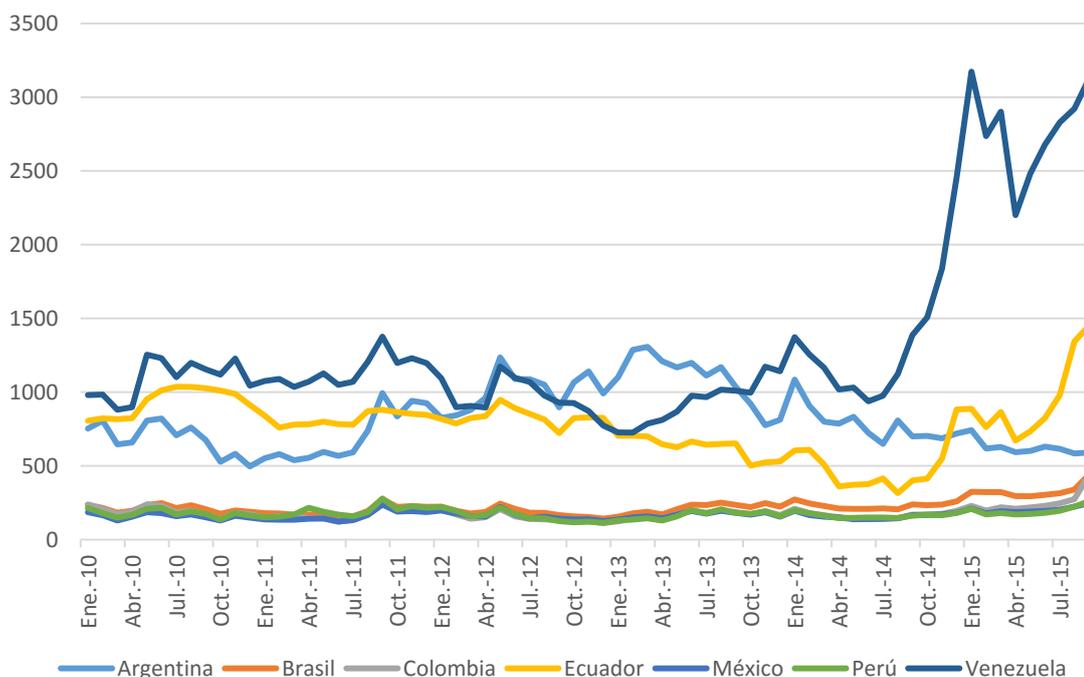
Ilustración 7. Mercado de valores vs PIB (millones USD)



La figura N. muestra la cantidad monetaria del Producto Interno Bruto (GDP) y el Mercado de valores (SM) de los años 2006 – 2012. Aunque lo relevante del gráfico no son los montos en sí, más bien es la relación del mercado de valores versus el PIB del mismo país, porque indica que hay mejor desenvolvimiento capitalista. Por comparar, nótese la economía brasileña y chilena; la producción de bienes y servicios de Brasil es superior en 7 veces a la de Chile; sin embargo Chile tiene mayor participación en los mercados de valores, respecto a su propio PIB.

Una variable elemental en las economías, es la medición del Riesgo País realizado por Embi+ de JP Morgan. Es la diferencia entre la tasa de interés que paga un Gobierno y la tasa que paga el Tesoro de Estados Unidos por bonos con las mismas características; se calcula que cada 100 puntos base equivalen a un punto porcentual, así se traduce que entre más alto este indicador, mayor será la percepción de riesgo del inversionista (Ministerio de Hacienda, 2015).

Ilustración 8. Riesgo país Embi+



Fuente: JP Morgan
Elaborado por: El autor

Según la gráfica N. los países con mejor puntuación de riesgo país son México, Perú y Brasil con cifras menores a 500 puntos y una tendencia prácticamente horizontal. Por otro lado, Argentina, Ecuador y Venezuela tienen comportamientos altamente volátiles en el mismo periodo de enero 2010 – agosto 2015. La importancia de este dato está en que la decisión del inversionista mantenga sus inversiones en el país, donde puede tener mayor confianza, respecto a la estabilidad política económica y crecimiento de su capital.

2.3.3 Aspecto nacional.

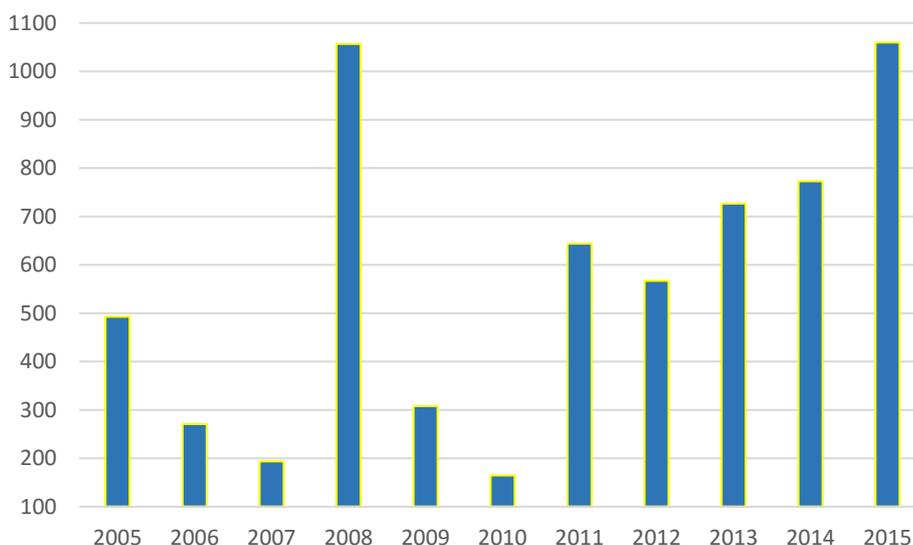
Riesgo país

De septiembre 2008 a julio 2009 el país ecuatoriano alcanzó los 5000 puntos como efecto colateral a la crisis inmobiliaria de los países del norte. Estados Unidos era el mayor

comprador de crudo ecuatoriano y su crash financiero³ dejó al país con menos recursos disponibles, lo que llevó a refinanciarse a través de los organismos internacionales como el FMI y BM. Ecuador había vuelto a reintegrarse a la OPEP en octubre del 2007, así el precio del barril sería el mismo fijado en el mercado bursátil mundial bajo la sigla WTI, esto le daría al Ecuador, mejores condiciones comerciales que operarlo por sí solo; no obstante, al mantener la producción petrolera en los mismos niveles comerciales haría depender esencialmente de su precio futuro en el mercado. El valor comercial de los bienes y servicios, es una de las fuerzas externas que no se pueden controlar y éste incide sobre la economía nacional, ocasionando un alza en el riesgo.

El riesgo país es el primer indicador que consideran los inversionistas extranjeros, al mismo tiempo que genera incertidumbre, se vuelve atractivo para otros. Véase la gráfica 10, entre el 2014 y 2015, donde se invirtieron 1029 millones de dólares destinados a la explotación de minas y canteras según datos del BCE; estos fondos vinieron de Estados Unidos (18%), Perú (16%), China (9%), Canadá, Chile, España y Holanda (7% cada uno).

Ilustración 9. Inversión Extranjera Directa (IED) millones USD



Fuente: BCE
Elaborado por: El autor

La IED es un rubro altamente volátil y poco predecible en la balanza comercial, pues se especula que su crecimiento está ligado a las decisiones propias del ejecutivo.

Política

El mandato presidencial de Rafael Correa Delgado se dio 3 veces consecutivas 2006, 2009 y

³ Quiebra ocurrida por falta de liquidez, causal al colapso en bolsa de valores

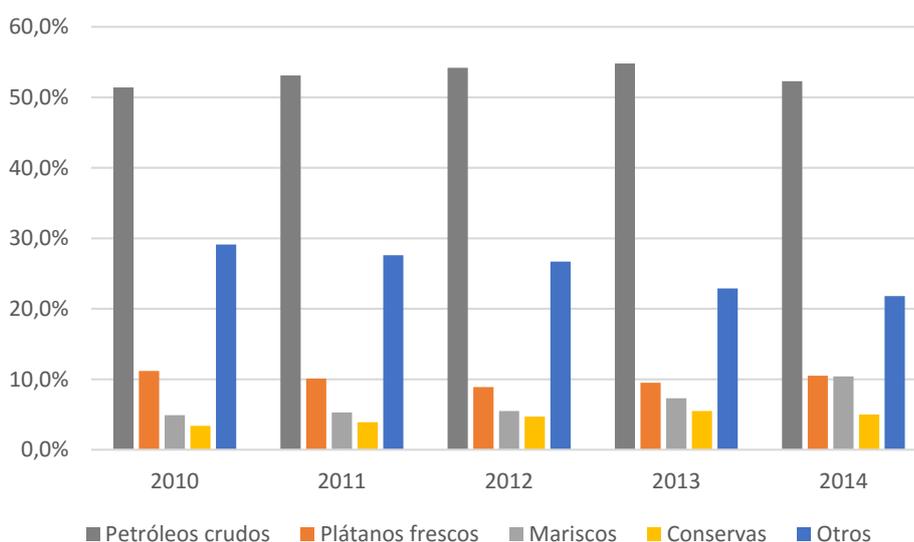
2013, con posible candidatura a 2017. Su visión de política socialista impulsó el desarrollo interno con obras de infraestructura vial, de salud, educación, vivienda y empleo burocrático, aunque ha impactado directamente en el incremento de la deuda externa muy cerca al techo legal (38% del PIB).

Las continuas reformas a la legislación ecuatoriana en el panorama tributario, financiero, y social generan incertidumbre política, que provocan diversos cambios al entorno, en las empresas, instituciones y dentro del mismo gobierno y terminan afectando al riesgo país y a la inestabilidad de las inversiones en el mercado de valores. En el caso de las transacciones en bolsa es el impuesto a la renta y salida de capitales, las medidas que el ejecutivo emplea para evitar la fuga de divisas, pero al mismo tiempo crea un cese en las negociaciones bursátiles. Consecuentemente, las Pymes emisoras de deuda suben las tasas y el rendimiento con el fin de que sus papeles no pierdan demanda.

Comercio exterior

Entre los ingresos de divisas, además de las exportaciones petroleras, se tiene la comercialización del banano, los mariscos, las conservas, rosas, cacao, café, entre muchos otros. En promedio, el petróleo representó el 53,3% de las exportaciones, mientras que las no petroleras alcanzaron el 48,6% entre 2010 a 2014.

Ilustración 10. Productos de exportación



Fuente: Ministerio de Comercio Exterior - Pro Ecuador - BCE
Elaborado por: El autor

De acuerdo al gráfico anterior, se observa que, el petróleo, banano y sus variedades, mariscos frescos en general y las conservas, son 4 de los 16 sectores con mayor potencial de exportación en el país y representan el 74,4% del total.

Bolsa y mercado de valores

Después del Banco del Instituto Ecuatoriano de la Seguridad Social (BIESS), los mayores negociantes de papeles en bolsa de valores de Ecuador son las compañías de seguros, que destinan de forma obligatoria, un porcentaje de sus ingresos a comprar títulos inscritos en el Registro de Mercado de Valores; al ser 37 las compañías de este tipo, aportan gran liquidez al mercado (Ley de Mercado de Valores, 2015).

En el 2010, el Consejo Nacional de Valores plantea unificar los sistemas transaccionales de las dos bolsas de valores en la que maneja la Bolsa de Valores de Guayaquil. A la Asamblea se hace conocer la propuesta de exoneración tributaria, sobre los rendimientos de instrumentos de valor negociados en Bolsa y cuya vigencia sea mayor a un año; fue aprobada al motivar inversión extranjera. El precio del petróleo en promedio, cotizaba a 79,45usd con un tope máximo de 91,46usd y la inflación alcanzaba el 3,33% anual.

Mientras en el 2004 la recaudación tributaria estaba en US\$ 3,387 millones, en el 2011 se cerró con US\$ 9,561 millones. Adicionalmente, la repatriación de al menos US\$ 1,116 millones que el BCE tenía depositados en bancos extranjeros, sirvió para inversión pública y generación de empleo. A este período, el precio del crudo oscilaba en 94,83usd y alcanzó un techo de 113,27usd, a su vez que la inflación cerró en 5,4%.

En 2012, los contratos suscritos por el Ecuador con China, están ligados a préstamos o venta anticipada de petróleo. En junio del 2015, Correa oficializó contratos bilaterales, donde el 12% de la producción nacional de crudo se halla comprometida a PetroChina hasta el 2024. Lamentablemente, el hecho de que el país no cuente con otras fuentes de financiamiento explica las altas tasas de interés de entre el 6% y hasta el 7.25% que nos otorga el gigante asiático; mientras que países como México y Jamaica, han conseguido préstamos de China a tasas de entre 2% y 3,8%.

En tema de materia bursátil, la BVQ discutió con los entes reguladores, que no se grave con el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) a los valores que se remesan a sujetos domiciliados en el exterior sin aplicar a paraísos fiscales, como consecuencia del pago de rendimientos de valores negociados en bolsa de valores.

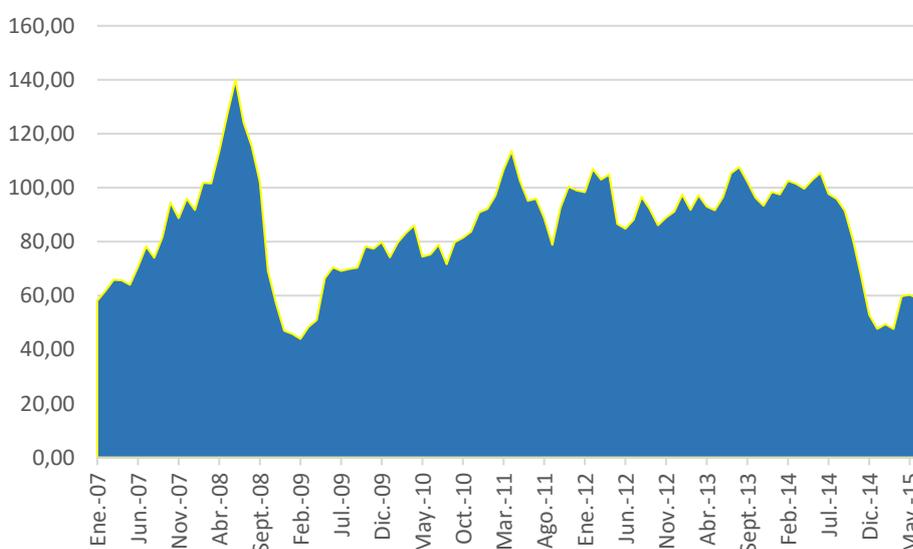
El BCE es muy optimista al crecimiento, que tiene soporte en las prioridades de la inversión pública del 2012 manifestadas por el Poder Ejecutivo y el impulso en el sector eléctrico, educación, vial, vivienda y la salud que se mantendrán durante los siguientes años. Otro aspecto importante es que estos sectores son generadores de empleo, sobre todo no calificado, lo que ha permitido aumentar la tasa de empleo o la reducción de la tasa de desempleo. Además, la política de subsidios a la educación, vivienda y el bono de desarrollo

humano, ha permitido la redistribución del ingreso y reducción de la pobreza. En los últimos años la pobreza en el país bajó 12 puntos, lo que equivale a alrededor de 1 millón 300 mil personas. Por otro lado, el petróleo se mantuvo en \$93,49 y la inflación alcanzó 4,16%.

El crecimiento de la economía ecuatoriana depende sustancialmente del comportamiento del precio del petróleo. En 2013, los sectores que más aportaron al PIB, excepto la comercialización del crudo, fueron Manufactura (11.77%), Comercio (10.32%), Minas (10.10%) y Construcción (9.97%), Enseñanza, servicios sociales y Salud (8.10) y Agricultura (7.30%). Para el mismo año la tasa de crecimiento anual del Producto Interno Bruto fue 4.6% considerablemente mayor al crecimiento económico promedio de los países de América Latina.

La cotización del activo negro continuó en muy buenos precios, tocando cifras en torno a \$110,57 y la inflación fue del 2,7%. En la coyuntura, se aprobó la nueva Ley de Mercado de Valores, Proyecto de Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, cuyo tratamiento concluyó en la Comisión Legislativa correspondiente y tiene como próximo paso la segunda discusión en el Plenario de la Asamblea.

Ilustración 11. Petróleo WTI



Fuente: Bloomberg
Elaborado por: El autor

El IDE Business School en su Revista Perspectiva, manifiesta que la realidad económica de EEUU, Japón, Europa junto con un mejor desempeño de la economía de China, ha generado moderado optimismo sobre las expectativas para 2014 para el Ecuador y para los países de la región al ser sus socios estratégicos en las exportaciones. Desafortunadamente, la cotización del barril de petróleo cerró el año en \$60 a precio internacional, sin considerar que el producto ecuatoriano Oriente y Napo suelen ser castigados hasta 15usd por el grado de

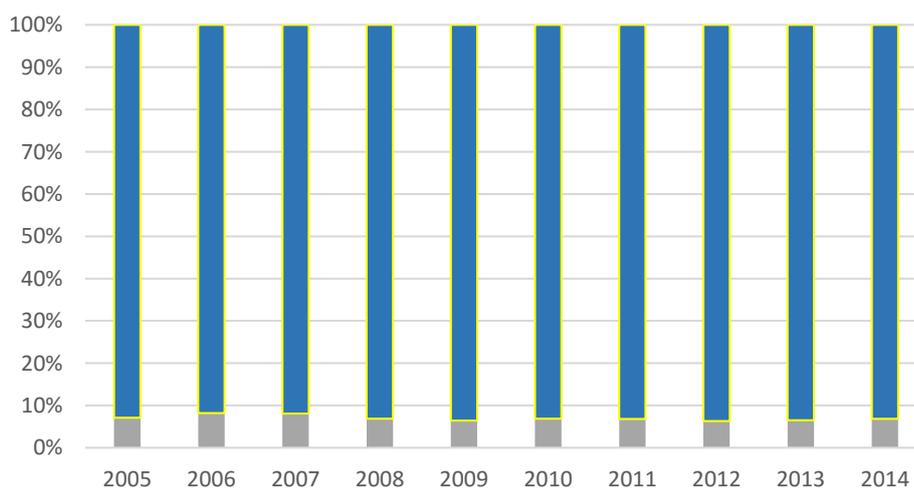
composición química, mientras que su extracción genera costos que superan los \$20 por unidad.

Según el informe de Perspectivas Económicas Globales emitido por el FMI, para el año 2015 pronostica una inflación de 3%, porcentaje por debajo del esperado por el Poder Ejecutivo 3.9%. Habrían algunas decisiones de política económica que pueden influir en el comportamiento de los precios: impacto de las salvaguardias cambiarias para Colombia y Perú, el recorte en los cupos de importación de vehículos, Ley de plusvalía y herencias, enmiendas a la reelección indefinida, corrida de depósitos bancarios, recorte al presupuesto general del estado y la aplicación del impuesto a la salida de divisas USD sobre los montos negociados en el mercado de valores; adicionalmente, el BIESS y la Corporación Financiera Nacional (CFN) desvían sus recursos fuera de la bolsa de valores. A septiembre del presente año, hay contracción del 26,7% de las negociaciones y no se espera expansión bursátil en el siguiente año, según la presidenta del Directorio de la Bolsa de Valores de Quito.

Capitalización bursátil

En el transcurso de los 10 últimos años de la economía ecuatoriana, la capitalización bursátil y el producto interno bruto han marcado 132,5% y 142,2% de crecimiento, respectivamente; las cifras están contempladas desde enero 2005 a diciembre 2014.

Ilustración 12. Capitalización bursátil vs PIB



Fuente: BVQ

■ Capitalización bursátil ■ PIB

Elaborado por: El autor

Se puede apreciar en el gráfico 12, que la participación del mercado de valores en tema accionario sobre la producción de bienes y servicios del país, no sobresale en ninguno de estos años por más de dos dígitos, aunque sí se mantiene constante en el rango del 7% y 9%.

2.3.4 Instrumentos de financiamiento con deuda en BV.

El primer paso para lograr la emisión de valores, es contactar y estructurar un prospecto de oferta pública de acuerdo a las posibilidades y requerimientos de la empresa, la cual es tarea de la casa de valores y de los analistas financieros y legales. En cuyo contenido deberá constar:

- Agente de colocación o casa de valores patrocinador,
- Estructuración financiera y legal,
- Calificación de riesgo inicial y otra por cada semestre durante la vigencia,
- Representante de obligacionistas que será el agente pagador, a través del Decevale,
- Inscripción en Mercado de Valores por medio de la Superintendencia de Compañías y comisiones de piso en las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil.

Llenar el prospecto involucra costos que no son reembolsables y deben ser pagados al inicio de cada actividad, independientemente del número de series o clases; sumando a lo anterior están los procesos notariales, publicación y prensa. Aunque hay casos en que las estructuraciones financiera y legal, son más cuestión de amistad y negociación por renovación de emisiones entre Pyme y Casa de Valores, así pueden llegar a tener precios mucho más competitivos. Después de la aprobación de la Superintendencia de Compañías, las empresas emisoras tienen un plazo máximo de 18 meses para colocar toda la deuda en el mercado; si durante este periodo no se ejecutó la totalidad, podrá volver a estructurar una nueva oferta, que incurre en nuevos costos (Buri Arias, 2015).

Mantener los gastos de estructuración en lo mínimo posible, es el motivo por el que se realiza una oferta lo suficientemente grande que cubra todas las necesidades financieras, conforme lo dicta la Ley de Mercado de Valores (2013) “El monto máximo de las obligaciones a emitir con garantía general, está sujeta al artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores donde se resume que, ésta cantidad puede efectuarse hasta el 80% del total de los activos libres de gravamen y así deberá mantenerse hasta la redención de la misma; en caso de incumplimiento, se da por vencido el plazo de la emisión”.

Es cuestión de maniobra financiera ir emitiendo cada clase de valores de acuerdo al requerimiento de recursos monetarios de las Pymes. Como nota, el monto no puede ser utilizado como variable explicativa del comportamiento a la tasa de interés, porque su base se fija por un artículo de ley y no por lo que la empresa quiera emitir; por ello, una mayor cantidad de deuda en emisión no involucra tener que pagar una tasa más alta.

El contenido literario y contable del Prospecto de Oferta Pública llevará portada, información

general del emisor; descripción del negocio del emisor y características de la emisión e información económica financiera del emisor de los tres últimos años o si fuere menor sería desde su constitución, incluyendo si ya posee acciones, cuál es su valor, clase y serie y quiénes son los tenedores de más del 10% en acciones del capital suscrito; y finalmente declaración juramentada de que toda la información entregada es auténtica, así será responsable penal y civil por falsedad u omisión en este prospecto.

La superintendencia de compañías es el ente supervisor por el cual deben pasar todas las ofertas públicas de los títulos valores que se van a ofertar, con su respectiva y detallada documentación. Y esta misma, aprobará para que sea agregada al registro del mercado de valores (RMV) o en el registro de valores no inscritos (REVNI).

Consecuentemente, el directorio aprobará la inscripción en la bolsa de valores, además de otros requisitos legales con el fin de establecer fecha para la colocación y negociación.

El presente estudio no considera la inscripción de valores genéricos porque estos solo pueden ser emitidos por instituciones financieras del sector privado, y el BIESS por parte del sector público.

2.3.4.1 Obligaciones de largo plazo (OBL).

Este instrumento no solo se permite emitir a Pymes, también está permitido el ingreso de organismos seccionales y sucursales de empresas internacionales con domicilio en Ecuador.

Se deben celebrar 2 contratos y dos más que pueden ser optativos. Contrato de Escritura de emisión pública, deberá constar características de la emisión, así como derechos y obligaciones del emisor, de los obligacionistas y su representante; en detalle debe conocerse constitución de la compañía, registro de propiedad y mercantil, copia del acta de la junta de accionistas, montos, moneda base, plazo, rendimiento, amortización, lugar de pago, pagador, destino de los fondos a recibir, garantía con descripción de ser real o en títulos a la orden del portador y enviar toda información relacionado con la misma, como pudiere ser renovación, mantenimiento o sustitución; y de haber controversias, indicar si la solución será de tipo verbal sumaria o de tipo arbitral.

El segundo contrato es el convenio de representación, el cual puede ser celebrado por una casa de valores inscrita en el RMV o un estudio jurídico que posea especialidad bursátil. Su labor, radica en la defensa de derechos e intereses a favor de los obligacionistas, durante toda la vigencia del título valor; por tanto adquieren responsabilidad solidaria con los mismos. En las cláusulas establecerán la relación jurídica, declarar que no están vinculados de ninguna otra forma y todas las obligaciones del emisor y las que toma a cargo el representante, por

ejemplo: seguimiento a cumplir los términos declarados por el emisor, informar novedades y exigir revisar libros contables a la Superintendencia de Compañías, previo informe a la empresa, además de dar aviso sobre toda reforma considerada por la junta de obligacionistas, constatar el uso de los fondos adquiridos en actividades para los cuales se publicaron, actuar de agente pagador si el caso se requiera, realizar informes de su gestión y convocar asamblea, y la respectiva representación en procesos judiciales e intereses colectivos de parte de los tenedores. Aunque es un representante y sea el portavoz de los obligacionistas, no tendrá voto en la junta general de accionistas y solo podrá asistir cuando se vaya a tratar temas concernientes a la emisión de las obligaciones.

El Underwriting es un contrato opcional entre casa de valores y emisor o tenedor, que trata en que la primera asuma el paquete de los valores emitidos y se encargue de la venta o compromiso de adquirirlos total o parcial en determinado tiempo, o inclusive el contrato solo sería el compromiso de actuar como intermediario y realizar el mejor esfuerzo para colocar la mayor parte del monto en cierto tiempo. Cabe señalar que la casa de valores puede comprometerse con contratos hasta tres veces su patrimonio.

El segundo contrato optativo es un convenio de agente pagador, el cual puede ser la misma compañía emisora o una institución financiera regulada por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

Ya realizados los contratos el siguiente paso es crear el prospecto de oferta pública con la profesionalidad de asesores legales y financieros, adicionalmente contratar una calificadora de riesgos, salvo sean valores emitidos y avalados por el Banco Central del Ecuador y el Ministerio de Economía y Finanzas.

2.3.4.2 Papel comercial (PC).

Es otro tipo de obligación pero de corto plazo, por tanto su liquidación no será superior a 360 días; a diferencia de otros valores, la oferta pública del papel comercial, previa autorización de la Superintendencia de compañías, podrán ser hasta 720 días de vigencia, aplicable a revolvencia, tiempo durante el cual la compañía podrá redimir, pagar, recomprar y emitir cuantas veces considere conveniente y según sus necesidades de fondo y de los cupos disponibles que estarán en función de los pagos, redenciones y recompras efectuadas de las obligaciones en circulación.

Su operativa se basa en que no se entrega cupones de interés o si los hubiera, sería cupón cero; por tanto su negociación se vende con descuento y pactada por el mercado.

El proceso de emisión, aplica el mismo que conlleva la colocación de obligaciones, incluyendo

el prospecto de oferta pública y la calificación de riesgo.

2.3.4.3 Registro de valores no Inscritos (REVNI).

Mencionado anteriormente, este mecanismo de financiamiento no será considerado por su cierre definitivo en julio 2014. Cabe destacar que las emisiones que aquí se generaban tenían plazos de hasta tres años, por ello aún perduran negociaciones en mercado bursátil sobre los valores aún vigentes y seguirán constando en publicaciones de las páginas web de acceso público, por los siguientes dos años.

A junio del 2016, este modelo de integración al mercado de valores para Pymes ya ejecuta un nuevo programa llamado Registro Especial Bursátil (REB), con nuevos estándares de participación.

2.3.5 Comentarios de Freddy Buri, operador Casa de valores Accival.

No hay una metodología a seguir para fijar la tasa de interés en los títulos de deuda. Lo que se hace es revisar las tasas del sector (según la actividad económica a la que pertenecen), de cómo está ofertada en el mercado, el informe de la calificación de riesgo de la empresa y riesgo país. Esto excluye toda relación con el monto de emisión, el plazo, la cantidad de activos y el patrimonio. El conocimiento preciso de esta información y elaboración, está protegida por sigilo bursátil.

A modo de comparación se sugiere usar la tasa libre de riesgo BVQ, que consiste en una curva de rendimiento entre plazos y tasas, o tomar la tasa pasiva referencial del BCE más la prima del sector en cuestión. Esta prima se toma de otros países, comúnmente Estados Unidos, porque Ecuador no tiene establecida una propia.

$$\text{Método 1: } TR_D = TLR_{BVQ} + PR_S$$

Donde:

TR_D = Tasa de interés de la deuda

TLR_{BVQ} = Tasa libre de riesgo de BVQ

PR_S = Prima del riesgo del sector industrial o actividad

$$\text{Método 2: } TR_D = TPR_{BCE} + PR_S$$

Donde:

TR_D = Tasa de rendimiento de la deuda

TLR_{BVQ} = Tasa libre de riesgo de BVQ

PR_s = Prima del riesgo del sector industrial o actividad

En las condiciones actuales del mercado, los rendimientos son altos porque la demanda decreció por el impuesto a la renta que se introdujo en el año 2015. Así mismo, se observa que algunas tasas fijadas en los prospectos de oferta pública no coinciden con las descritas en la curva de rendimientos, y se debe a que aquellas Pymes poseen una calificación de riesgo bastante aceptable para que la obligación figure una tasa menor y viceversa.

En resumen lógico, la tasa es un consenso entre Pyme (lo que desea pagar) y estructurador (lo que sugiere que pague), de tal modo que la emisión se efectúe ágil, satisfactoria y completa, beneficiando a ambas partes, claro analizando la situación actual económica del país. Toda esta descripción es en relación a mercado primario. En mercado secundario, un título de papel comercial puede salir al 100% del precio o con descuento pero con mejor rendimiento.

CAPÍTULO III

EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA PYMES Y SU COMPETITIVIDAD EN EL MERCADO DE VALORES

3.1 El papel comercial como deuda de corto plazo.

En esta primera parte del capítulo tres, se analizará el papel comercial.

Las siguientes tablas, exhiben todas las pymes emisores de PC vigentes a septiembre 2015.

Se ha considerado imprescindible extraer los datos de cada prospecto de oferta pública que se encuentran vigentes en el mercado de valores y recopilar su información en tablas; características como los montos emitidos, plazos, calificación de riesgo y rendimientos básicamente, y compilar todas las operaciones por promedio ponderado realizadas por empresa, para obtener el rendimiento efectivo anual de cada una y en conjunto.

Entre las bolsas de valores de Quito y Guayaquil, están enlistadas 14 empresas que han emitido deuda con deuda a corto plazo según tabla N 5, son colocaciones que van desde 1 a 11 millones de dólares. A pesar que la vigencia de los papeles no supera los 360 días, se debe considerar que las pymes van emitiendo los cupos de acuerdo a su necesidad de liquidez, o también dicho por clases y esto consta en la Ley de Mercado de Valores que les permite dos años para colocar, con esta razón se visualizan valores desde abril 2013.

Tabla 5. Pymes emisores papel comercial

	Monto	R E A ⁴	Emisión	Calificación
Danielcom Equipment Supply S.A.	1500000	7,02%	Dic-14	AA-
Dexicorp S.A.	4400000	5,29%	Feb-15	AAA-
Dolmen S.A.	1600000	7,06%	Feb-14	AA
Ecuatoriana de Granos S.A. ECUAGRAN	1700000	6,44%	Abr-13	AA
Fertilizantes y Agroquímicos Eurofert	1000000	7,03%	Dic-14	AA
Floralp S.A.	2500000	5,97%	Ago-14	AA+
L.Henriques & Cia. S.A.	2000000	5,98%	Mar-14	AA+
Mareauto S.A.	2000000	5,57%	May-15	AAA
MOTRANSA C.A	3500000	5,45%	Jul-13	AA-
Mundo Deportivo MEDEPORT S.A.	1500000	5,50%	Ago-14	AAA-
Red Mangroveinn S.A.	1000000	6,98%	Oct-13	AA
Septeico S.A.	1000000	7,66%	May-14	AA-
Talme S.A.	2000000	7,50%	Jul-13	AA
Teojama Comercial S.A.	11000000	5,26%	Sep-14	AA+

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: El autor

Generalmente el PC se negocia con descuento, pero eventualmente se pueden encontrar otros esquemas como el caso de Eurofert, quien ofreció este título no a descuento sino con cupón. Para efectos de encontrar el costo efectivo, en este caso se determina la tasa

⁴ Rendimiento Efectivo Anual

equivalente. Por otro lado, se debe tener en cuenta que son 14 observaciones como población, por lo cual existe la posibilidad de que algunos análisis muestren divergencia.

La vigencia de los valores en deuda de corto plazo, tiende a permanecer entre 6 y 12 meses en mercado primario, al mismo tiempo tienen permitido negociar papeles a valor nominal.

La columna segmento se asignó de acuerdo al monto publicado en el prospecto, siendo el 1 para cantidades colocadas hasta 2'000.000, grupo 2 para montos superiores al rango tope del primer segmento, ver anexo N.2.

Tabla N. 6, Características del papel comercial, el rendimiento efectivo, el plazo y el precio fueron calculados con promedio ponderado por empresa, desde su emisión hasta la fecha de corte con todas las negociaciones transadas en mercado primario⁵.

Tabla 6. Características de Pymes en PC

	Rendimiento Efectivo	Plazo (días)	Precio relativo	Calificación de riesgo	Actividad económica
Segmento 1	6,98%	211	96,02%	AA	Servicios
Segmento 1	7,03%	172	93,44%	AA	Comercial
Segmento 1	7,66%	268	94,48%	AA-	Comercial
Segmento 1	5,50%	143	97,86%	AAA-	Comercial
Segmento 1	7,02%	254	95,23%	AA-	Comercial
Segmento 1	7,06%	321	94,11%	AA	Industrial
Segmento 1	6,44%	164	97,12%	AA	Comercial
Segmento 2	5,57%	186	97,20%	AAA	Servicios
Segmento 2	<u>5,98%</u>	237	96,21%	AA+	Industrial
Segmento 2	<u>7,50%</u>	354	93,13%	AA	Industrial
Segmento 2	5,97%	271	95,63%	AA+	Industrial
Segmento 2	5,45%	220	96,69%	AA-	Comercial
Segmento 2	5,29%	197	96,56%	AAA-	Inmobiliario
Segmento 2	5,26%	348	95,20%	AA+	Comercial

Fuente: BVQ

Elaborado por: El autor

Se observa que las emisiones que superan los 2' millones USD tienden a tener una calificación mejor, con alguna excepción a la que correspondería hacer algún análisis diferenciado; y para aquellas emisiones hasta 2 millones USD es evidente que la calificación mínima es AA-, es decir, la calificación limita, pero no obliga al monto, por tanto es la variable determinante en la estrategia de la empresa emisora.

Cálculo de la media y la desviación estándar del REA por segmentos

Esta medida de dispersión se computó con el rendimiento efectivo de la tabla anterior.

⁵ Se refiere a negociaciones efectuadas de primera mano, entre empresa e inversionista

Tabla 7. Media y desviación estándar de los rendimientos PC

	Segmento 1	Segmento 2
Media	6,67%	5,49%
Desviación estándar (σ)	0,00727	0,00285
Coefficiente de variación	10,89%	5,2%
Límite superior (+ 1σ)	7,4%	5,78%
Límite inferior (- 1σ)	5,94%	5,2%

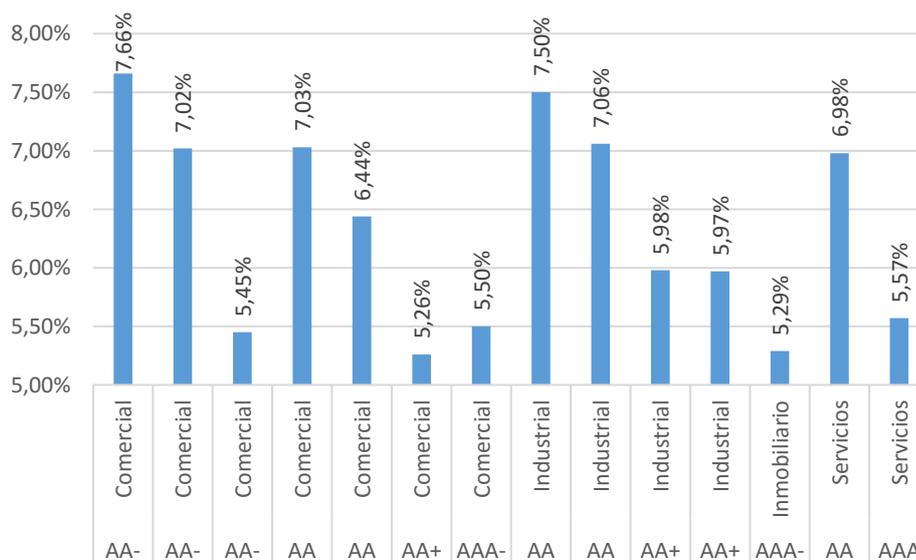
La desviación estándar en ambos segmentos, expresa que los datos están cerca del valor medio y su coeficiente de variación es aceptable.

Nótese que para montos hasta 2 millones de USD el rango del límite inferior al límite superior de tasa efectiva se encuentra entre 5,94% hasta 7,4%, mientras que por arriba de ese monto el rango va de 5,2% hasta 5,78%, lógicamente se debe observar la el plazo y la calificación; sin embargo, este análisis demuestra las posibilidades de colocación, o dicho de otra forma, la aptitud de la demanda, con una dispersión más pronunciada en la medida que el plazo y el riesgo es mayor.

Análisis del rendimiento efectivo según el sector

De acuerdo a la naturaleza de su actividad económica, las 14 Pymes se clasifican de la siguiente manera:

Ilustración 13. Rendimiento efectivo PC por sector



Elaborado por: El autor

Con la irregularidad de la actividad comercial, el análisis por sector productivo no demuestra

una clara tendencia en la relación rendimiento - riesgo, haciendo relevante, que la calificación es la variable imprescindible para modificar el rendimiento efectivo. Si bien la población no es representativa, sí demuestra que el mercado define sus costos preferentemente por la calificación. En todo caso, cualquier sector puede ser atractivo para los inversores siempre que esté dentro de los parámetros del mercado.

Análisis del rendimiento efectivo según la calificación de riesgo

El siguiente gráfico demuestra si existe algún patrón de comportamiento que pueda fijar los rendimientos del papel comercial en base a la calificación de riesgo obtenida.

Ilustración 14. Rendimiento efectivo por calificación de riesgo



Elaborado por: El autor

Con este orden, se aprecia una tendencia decreciente en los rendimientos a pagar, a medida que la calificación mejora. Las desviaciones en el patrón de comportamiento pueden ser explicadas por los plazos. La emisión calificada AA- con RAE del 5,45% es menor al RAE 7,5% de una emisión calificada AA que es mejor, pero si se observa dos tablas atrás, hay una diferencia en plazo de 48 días en aquella de mayor RAE, mientras que la emisión calificada AA con menor TAE de 6,44% tiene una diferencia de menos 109 días, etc.

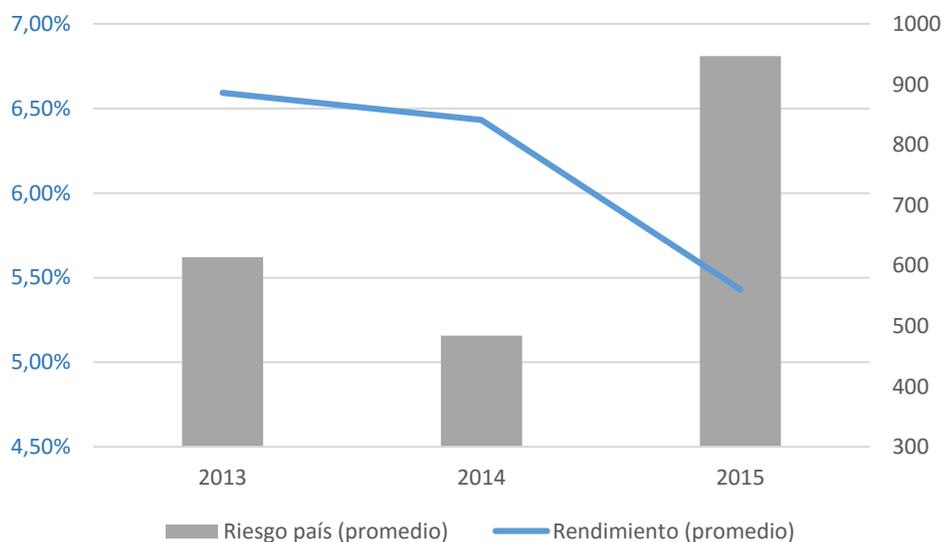
Lo anterior comprueba las teorías existentes de que los factores que afectan la estructura temporal de los rendimientos son, entre otros, el plazo y la calificación de riesgo.

Análisis del rendimiento efectivo según la fecha de salida a Bolsa

El año de emisión es un dato no repetitivo, que para su estudio puede ser asociado a Riesgo

país, con el propósito de notar algún patrón en el número de emisiones ingresadas a Bolsa de Valores o que repercuta en el rendimiento de los papeles negociados.

Ilustración 15. Rendimiento efectivo por año de emisión



Elaborado por: El autor

El comportamiento de los rendimientos efectivos según el año de emisión, muestra tendencia bajista a medida que pasan los años. 6,59% en 2013 y 5,43% hasta 2015. Este es un dato a confirmar más adelante, que relacione las tasas referenciales del Banco Central con riesgo país para medir la posibilidad de que este último marque una pauta relevante en el MV.

Hasta aquí, es muy pronto para concluir que el riesgo país tuvo incidencia en los rendimientos y la cantidad de nuevas emisiones en títulos de deuda. Se había advertido la posibilidad de tener divergencia en los datos y como se puede observar en el 2015, pese a tener un alto riesgo país, el rendimiento ha caído respecto a 2014. La tabla N 6, indica que solo hubo 2 empresas Pymes que se enlistaron en el 2015 y ambas con calificación AAA-, a diferencia de los años posteriores donde las calificaciones fueron menores. Ésta sería la razón por la que pareciera que el 2015 no es congruente con riesgo país.

3.1.1 Costos asociados (CA) a la emisión de Papel comercial.

Se considera relevante estos valores en los que incurrió cada Pyme para lograr la colocación de PC, porque representan un costo adicional al rendimiento, por tanto mayor costo de capital ajeno.

Para el análisis y orden de estos valores se toma por base al monto de la emisión, que a su vez distingue los dos segmentos ya marcados. La primera agrupación acoge montos de hasta 1'700.000 y los demás que superen dicha cantidad estarán en el segundo grupo. Las

columnas a distinguir, son el monto de deuda, su costo de estructuración, el valor líquido de la emisión si se resta el costo, la relación costo sobre monto para conocer la proporción porcentual y la tasa anual efectiva.

Tabla 8. Costos asociados PC

Monto	Costos asociados	Valor efectivo	Relación costo/monto	T E A ⁶
\$ 1.000.000	\$ 48.300	\$ 951.700	4,83%	2,51%
\$ 1.000.000	\$ 57.175	\$ 942.825	5,72%	2,99%
\$ 1.000.000	\$ 41.350	\$ 958.650	4,14%	2,13%
\$ 1.500.000	\$ 35.900	\$ 1.464.100	2,39%	1,22%
\$ 1.500.000	\$ 70.150	\$ 1.429.850	4,68%	2,42%
\$ 1.600.000	\$ 40.208	\$ 1.559.792	2,51%	1,28%
\$ 1.700.000	\$ 53.830	\$ 1.646.170	3,17%	1,62%
\$ 2.000.000	\$ 44.300	\$ 1.955.700	2,22%	1,13%
\$ 2.000.000	\$ 27.393	\$ 1.972.607	1,37%	0,69%
\$ 2.000.000	\$ 52.200	\$ 1.947.800	2,61%	1,33%
\$ 2.500.000	\$ 42.250	\$ 2.457.750	1,69%	0,86%
\$ 3.500.000	\$ 36.905	\$ 3.463.095	1,05%	0,53%
\$ 4.400.000	\$ 48.700	\$ 4.351.300	1,11%	0,56%
\$ 11.000.000	\$ 59.041	\$ 10.940.959	0,54%	0,27%

Elaboración: El autor

Según la tabla N. 6 los costos para una emisión de 1 millón, son bastante similares a emitir una oferta de más de 2' y 4'000.000 USD. Así, a medida que el monto asciende, se optimiza el costo de colocación de deuda, porque la proporción en costo es fijo y disminuye entre más unidades de deuda existan. También se reconoce que entre mayor sea el monto a financiar, mayor plazo efectuará para los pagos, y por tanto se aprecia la tendencia decreciente de la columna anualidad. En este término, se llega a certificar que las emisoras, entre mayor sea su monto lanzado, más competitivas serán respecto a las demás.

Si se considera los mismos segmentos con base en el monto, el promedio para el primero es 1,94% y 0,77% para el segundo. Mientras que el promedio de todas las observaciones es 1,4% tasa efectiva anual.

Probablemente, crear segmentos para clasificar los costos asociados no tiene relevancia. El hecho radica en, que las casas de valores cobran sus servicios de estructuración y colocación independientemente del monto a ser emitido, además la calificación de riesgo es cada semestre para todos. Aunque sí los hay mejores costos entre una casa de valores a otra, como se observa de 27.400 a 70.000 USD, este detalle se puede revisar en el anexo N. 3.

⁶ Tasa Efectiva Anual

Cálculo de la media y la desviación estándar por concepto de CA

Tabla 9. Media y desviación estándar costo asociado PC

	Segmento 1	Segmento 2
Media	49559,0	44398,4
Desviación estándar	10975	9590
Coeficiente de variación	22,15%	21,60%
Límite superior	60.534,4	53.988,1
Límite inferior	38.583,6	34.808,7

Elaborado por: El autor

En promedio, los costos asociados en el primer segmento, está muy cercano a \$50.000, mientras que el segmento 2, esta cifra es de \$44.400 aproximadamente. Con esta base y de acuerdo a la desviación estándar, las empresas cuyas emisiones sean menores a 2' millones USD, van a obtener prospectos con precios que van entre 38.583 y 60.534 dólares. Y para aquellas Pymes que oferten montos superiores a 2' millones, conseguirán costos para sus prospectos que van desde los 34.800 dólares a los 54.000. De acuerdo al autor del presente trabajo, saber elegir una casa de valores le marcará competitividad a la firma emisora.

3.2 Las obligaciones como deuda de largo plazo.

Las OBL también son títulos de deuda, con un par de diferencias. Los plazos varían desde 1 a 10 años calendario y no se emiten a descuento, sino con cupones de interés y capital. La siguiente tabla es un listado de las Pymes emisoras en el país con este instrumento en vigencia a septiembre 2015.

Tabla 10. Pymes emisoras de OBL

Sept-15	
Aditec Ecuatoriana Cia. Ltda.	Figuretti S.A.
Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA	Floralp S.A.
Aditmaq Aditivos y Maquinarias Cia. Ltda.	Frutera del Litoral Cia. Ltda.
Aeropuertos Ecológicos Galápagos S.A.	Fundametz S.A.
Agnamar S.A.	Grifine S.A
Agrícola e Industrial Alfadomus Cia. Ltda.	Grupo Imar S.A. GRUPIMARSA
Agritop S.A.	Hotel Boulevard S.A.
Agroindustrias Dajahu S.A.	Hotel Casagangotena S.A.
Aifa S.A.	Importadora Industrial Agrícola del Monte
Alimentos Ecuatoriano S.A. ALIMEC	Industrial Papelera Ecuatoriana S.A.
Austral Cia. Ltda.	Industrias Unidas Cia. Ltda.
Auto Importadora Galarza S.A.	Inproel S.A.

Basesurcorp S.A.	Instalaciones Electromecánicas S.A.
Casa Moeller Martínez C.A.	Inteleq S.A.
Centuriosa S.A.	Intervisatrade S.A.
Cetivehículos S.A.	Jaroma S.A.
Chocolates Finos Nacionales Cofina S.A.	L.Henriques & Cia. S.A.
Cimentaciones y Obras Portuarias	Labiza S.A.
Codepret S.A.	Máquinas y Suministros Maqsum C. Ltda.
Compañía Importadora Regalado S.A.	Mareauto S.A.
Compañía Recubridora de Papel S.A.	Maxdrive S.A.
C Supermercado de Computadoras	Meisterblue S.A.
Computadores y Equipos Dos S.A.	Metales Inyectados Metain S.A.
Consultora Ambiental Ecosambito C. Ltda.	Motores y Tractores Motrac S.A.
Corporación Celeste S.A. CORPACEL	Nederagro S.A.
Corporación Délico Cia. Ltda.	Noperti Cia. Ltda. Nc.
Corporación JCEVCORP Cia. Ltda.	Panakruz S.A.
Corporación Samborondón S.A.	Petróleos de los Ríos PETROLRIOS C.A.
CORSAM	PF Group S.A.
Danielcom Equipment Supply S.A.	Plastigomez S.A.
Delcorp S.A.	Productora Mar Vivo S.A. PROMARVI
Dexicorp S.A.	Productos Del Agro Sylvia Maria S.A.
Dismarkklub S.A.	Red Mangroveinn S.A.
Dismedsa S.A.	Ryc S.A.
Distribuidora de Carnes y Alimentos	Segundo Eloy Corrales e Hijos Cia. Ltda
Distribuidora de Maderas Cia Ltda	Simed S.A.
Ecuafontes S.A.	Solvesa Ecuador S.A.
Ecu nave C.A.	Soroa S.A.
Ecuatoriana de Granos S.A. ECUAGRAN	Storeocean S.A.
Electrónica Siglo XXI Electrosiglo S.A.	Sunchodesa Representaciones C. Ltda.
Empresa Proveedora de Motores	Surfer S.A.
Eslive S.A	Talme S.A.
Exportcredit S.A.	Tecnifertpac S.A.
Factor L.O.G.R.O.S. de Ecuador S.A.	Teojama Comercial S.A.
Fecorsa Industrial y Comercial S.A.	Tuberías Pacífico S.A. TUPASA
Fermagri S.A.	Tuval S.A.
Ferro Torre S.A.	Vepamil S.A.
Fertilizantes y Agroquímicos Europeos	

Fuente: BVQ

Elaborado por: El autor

Son 94 las firmas nacionales de categoría Pymes (una tiene sucursal independiente), que a septiembre del 2015 tienen operaciones en el mercado bursátil ecuatoriano en OBL. El estudio considerará 4 características fundamentales como: la tasa de interés nominal convertida a tasa de interés efectiva, la calificación, la fecha de emisión y el plazo; esto con el fin de conocer cuál es la situación actual de estos papeles y examinar si existen ventajas u obstáculos para

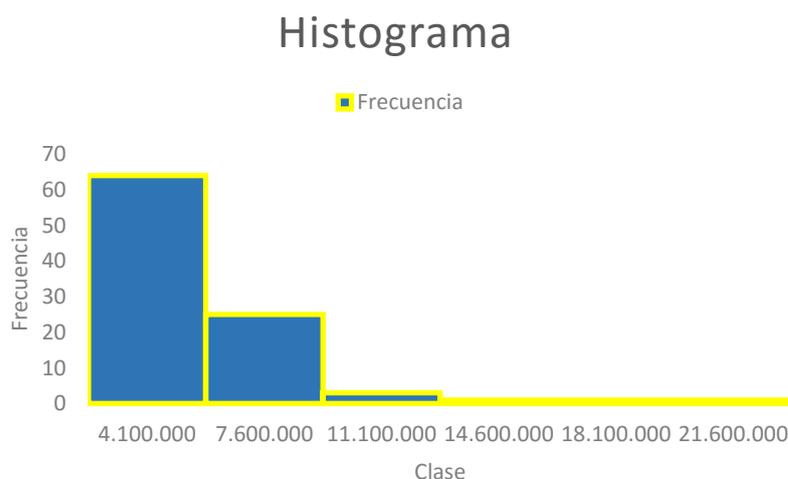
las pymes que desean incursionar a la Bolsa de Valores.

Algunas de las empresas que cotizan sus valores sobre obligaciones, establecieron como base la Tasa Pasiva Referencial (TPR) más puntos extras al cupón de interés. El procedimiento fue tomar esta TPR de manera trimestral para obtener los pagos por intereses de las emisoras en el plazo de 61 a 90 días del BCE más la prima ofrecida por la Pyme, por ello es reajustado en cada vencimiento trimestral hacia el siguiente periodo trimestral, para poder trabajar con su tasa representativa. Ver anexo N.4

3.2.1 Análisis por distribución con intencionalidad.

3.2.1.1 Agrupación según los montos emitidos.

A diferencia del papel comercial, cuya población es de 14 observaciones, sencillas para describir; en las OBL se procede a asociar los 95 datos en seis intervalos, con el fin de tener un panorama más meticuloso, a través del siguiente histograma.



Con ello, el 67,4% de los datos respecto al monto de emisión, se encuentra entre 600.000 y 4'100.000 dólares; seguido por el 26,3% agrupado en el intervalo de 4'100.000 hasta 7'600.000. Ambos suman el 93,7% del total de emisiones desde mayo 2010 a julio 2015, por ello se puede afirmar que los montos más comunes a negociar deuda de largo plazo se encuentran en estos rangos.

Se creó la tabla N. 11 con los montos emitidos y ordenados de forma ascendente, con el fin de conocer si esta variable obedece a un patrón para fijar las tasas de interés, así como se demostró en el papel comercial. Allí, es interesante notar que cantidades cerradas en 1, 2 y 5 millones de dólares representan una tercera parte del total de montos.

Tabla 11. Montos individuales OBL

Conteo	Montos	Plazo (días)	Tasa nominal	Calificación
1	700.000	1440	8,50%	AA-
9	1.000.000	1080 a 1800	8% a 8,5%	A- a AA
2	1.100.000	1080 a 1400	7,75% a 8,25%	A+ a AA-
4	1.300.000	540 a 1440	7% a 8%	A a AA+
7	1.500.000	1080 a 1800	8% a 8,25%	AA- a AA
1	1.700.000	1440	8%	AA-
1	1.800.000	1080	8%	AA-
12	2.000.000	720 a 1800	7,5% a 8,25%	AA- a AA
1	2.150.000	1440	7,50%	AA+
9	2.500.000	1080 a 1800	7,55% a 8%	AA- a AA+
8	3.000.000	1440 a 1800	7,5% a 8,75%	AA- a AAA-
1	3.500.000	1440	8%	AA-
8	4.000.000	1080 a 1800	7,5% a 8%	AA- a AAA-
1	4.500.000	720	8%	AA-
18	5.000.000	720 a 2520	6,92% A 9%	A+ a AAA-
4	6.000.000	1440 a 2160	8% a 8,5%	AA+ a AAA-
1	6.300.000	2160	8,25%	AA
1	7.000.000	1800	8%	AA
2	8.000.000	1800	7,5% a 8%	AA- a AA
1	10.000.000	1800	8,25%	AAA-
1	14.000.000	1800	8%	AA
1	18.000.000	1080	7,25%	AA
1	20.000.000	1440	7,75%	AA

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: El autor

Con una rápida observación se puede distinguir, que el monto no es una variable explicativa para fijar las tasas de interés, ni para el plazo que ofrecen las emisoras por este título y tampoco se aprecia orden alguno en lo que se refiere a la calificación de riesgo. El autor de este trabajo, da por descartada la variable monto por las razones ya expuestas, por tanto su estudio considerará un análisis distinto al realizado en los papeles de deuda de corto plazo y se irá desarrollando a lo largo del capítulo 3.

Para la explicación de los montos emitidos, se mencionó que el cupo a ofertar no debe exceder el 80% de los activos libres de gravamen. Por consiguiente la tabla N. 12 detalla el cupo disponible por empresa y la capacidad de cobertura del mismo, respecto al monto publicado en el prospecto. Como dato adicional, se especifica la utilización de los fondos a ser captados, sea para infraestructura, capital de trabajo o reestructuración de pasivos de corto plazo.

Tabla 12. Detalle de los activos deducidos y utilización de fondos a captar OBL

	Cupo de emisión, libre de gravamen	Cobertura	Destino de los recursos		
			Infraestructura	Capital Trabajo	Reestructuración Pasivos
1	2.881.958,40	1,92	85%	15%	
2	3.762.398,40	1,88		60%	40%
3	10.434.931,20	2,32			100%
4	26.042.848,00	1,86	100%		
5	11.404.715,20	2,28		100%	
6	11.200.000,00	2,24		20%	80%
7	3.046.476,00	1,22		60%	40%
8	16.900.546,40	3,38		80%	20%
9	1.583.481,00	1,06		100%	
10	4.384.080,00	2,19	50%	50%	
11	10.448.700,80	5,22			100%
12	4.078.550,00	2,27		70%	30%
13	6.198.868,00	1,77		30%	70%
14	4.560.751,20	2,28		70%	30%
15	4.335.008,80	2,55		53%	47%
16	4.287.801,00	2,14		50%	50%
17	6.245.926,40	2,08		100%	
18	4.211.090,00	1,05		75%	25%
19	3.274.200,00	3,27		50%	50%
20	4.914.456,00	2,46		50%	50%
21	1.807.863,00	1,81			100%
22	2.770.448,80	1,39		50%	50%
23	9.452.839,00	3,78		40%	60%
24	1.338.535,20	1,34		60%	40%
25	34.826.981,00	6,97		100%	
26	2.786.269,60	2,79		100%	
27	9.114.654,40	3,04		33%	67%
28	25.462.899,00	5,09		100%	
29	4.593.548,00	3,06		50%	50%
30	15.225.799,00	3,05			100%
31	13.978.505,60	2,33	60%	30%	10%
32	6.024.738,00	1,51		50%	50%
33	33.093.282,40	6,62		100%	
34	1.820.750,40	1,82		100%	
35	3.917.092,00	1,57		25%	75%
36	5.303.313,00	2,65		29%	71%
37	8.226.783,20	1,03			100%
38	10.035.463,20	1,67		70%	30%
39	11.860.294,00	2,37		100%	
40	3.760.276,00	1,88	30%	35%	35%
41	7.987.945,60	3,20		50%	50%
42	4.126.527,20	3,17		56%	44%
43	10.803.694,40	5,02		100%	
44	24.646.190,40	4,93		75%	25%

	Cupo de emisión, libre de gravamen	Cobertura	Destino de los recursos		
			Infraestructura	Capital Trabajo	Reestructuración Pasivos
45	7.096.591,20	2,37		37%	63%
46	11.891.032,00	2,97	25%	38%	38%
47	6.855.856,80	2,74	60%	40%	
48	4.944.399,20	2,47		50%	50%
49	3.981.586,40	1,59	30%	35%	35%
50	9.439.180,00	3,15		50%	50%
51	8.784.133,60	1,76	59%	20%	21%
52	7.048.238,40	1,76		25%	75%
53	8.891.115,00	2,96		90%	10%
54	4.343.156,80	3,34		50%	50%
55	7.938.813,00	1,13		100%	
56	8.662.651,20	1,73	5%	10%	85%
57	16.924.049,60	6,77		50%	50%
58	14.108.755,20	2,35		100%	
59	3.755.901,60	2,50	20%	67%	13%
60	20.891.404,80	4,18		100%	
61	6.107.606,40	3,05		100%	
62	1.770.330,40	1,61		50%	50%
63	44.534.548,80	2,23			100%
64	5.761.389,00	5,24			100%
65	8.557.458,40	3,42		40%	60%
66	2.286.469,60	2,29	40%	60%	
67	8.505.643,20	2,13		75%	25%
68	20.051.347,20	2,01		70%	30%
69	16.658.202,40	4,16	25%	75%	
70	18.812.335,20	3,76		100%	
71	3.263.646,40	1,09		100%	
72	15.043.896,80	5,01		50%	50%
73	2.866.360,00	2,87		85%	15%
74	4.223.138,40	3,25		40%	60%
75	2.913.568,80	1,94		100%	
76	7.124.399,20	2,37			100%
77	11.094.627,00	2,22		100%	
78	2.847.483,00	1,90		60%	40%
79	12.334.112,00	2,47		35%	65%
80	2.110.258,00	3,01		100%	
81	3.763.062,40	2,51		50%	50%
82	1.599.760,00	1,60		70%	30%
83	7.576.048,80	1,52		50%	50%
84	18.171.200,00	3,63	60%	20%	20%
85	10.091.480,00	2,52		70%	30%
86	10.544.187,00	1,32			100%
87	6.476.497,60	1,03			100%
88	1.985.112,00	1,99		50%	50%
89	1.511.271,00	1,16		63%	37%
90	12.953.629,00	3,24		25%	75%

	Cupo de emisión, libre de gravamen	Cobertura	Destino de los recursos		
			Infraestructura	Capital Trabajo	Reestructuración Pasivos
91	4.269.545,60	2,13		50%	50%
92	88.840.000,00	4,94			100%
93	12.399.959,20	2,48		60%	40%
94	7.769.380,00	3,11		81%	19%
95	20.576.927,20	3,43			100%

Elaboración: El autor

La media de los montos emitidos omitiendo los superiores a 8' millones⁷ es 3'045.506 USD. La cobertura en promedio es 2,67 (267% relación de los activos libres de gravamen entre el monto a negociar) que equivale a decir, que por cada dólar en emisión de obligaciones existen 2,67 dólares en garantía general con la capacidad de cubrir la obligación de deuda contraída en el largo plazo. A su vez, la relación mínima existente es 1,03 y máximo 6,97. Con este hecho, se mantiene la buena expectativa financiera en caso de liquidar valores.

También se evidencia en lo habitual, que los fondos se destinan a financiar proyectos de infraestructura, capital de trabajo y reestructuración de pasivos; aunque 31 Pymes optan por darle un objetivo específico, las demás distribuyen los recursos entre 2 fines.

Todas las Pymes que ingresan al mercado de valores, tienen la opción de dividir el monto de la deuda en fracciones según la necesidad de recursos y deberá estar señalado en el mismo prospecto. En otras palabras, del cupo disponible que poseen para emitir, no necesariamente lo requieren a tope, sino que se irá emitiendo de acuerdo a la liquidez que busca la empresa.

A estas particiones se les denomina "Clases" y difieren sus características entre sí; pueden ser hasta 5 distintas, etiquetadas con el alfabeto. Enseguida se exhibe diferencias entre A y B por la cantidad de datos captada.

3.2.1.2 Descripción de valores clase A.

Para la tabla N. 13 se tomó los datos directamente de cada uno de los prospectos de OBL de oferta pública sin cambio alguno. La tasa de interés aquí detallada es nominal, también considérese que los cupones pagaderos de capital e intereses están expresados en días.

Tabla 13. Pymes emisoras OBL clase A

Plazo (días)	Cupón capital	Cupón interés	í %	Plazo (días)	Cupón capital	Cupón interés	í %
1440	90	90	8	1440	90	90	TPR+3,5
1800	90	90	8	1800	90	90	7,5

⁷ Se exceptúan estos tres valores por estar muy alejados de la media.

Plazo (días)	Cupón capital	Cupón interés	i %	Plazo (días)	Cupón capital	Cupón interés	i %
720	720	180	8	720	720	90	8
1800	90	90	8	1800	180	180	7,75
1800	90	90	8	1440	90	90	7,75
2520	180	180	9	1080	90	90	8
1800	90	90	8	1800	90	90	8
1800	90	90	8	2160	90	90	8,25
1800	90	90	8	1440	90	90	8
1080	180	90	8	1440	90	90	8
1080	90	90	8,25	1440	90	90	8,25
1080	90	90	8	1440	90	90	8
1440	90	90	8	1440	180	90	8
1440	90	90	8	1080	90	90	7,75
1440	90	90	8	1440	90	90	7,75
1440	90	90	7,75	1440	90	90	8,25
1800	90	90	8,75	1800	180	90	8
1800	90	90	8	1440	90	90	8,5
1080	90	90	8	1080	90	90	8
1800	180	180	8	1800	90	90	8,25
1080	180	90	8	1440	180	90	8
720	720	90	8	1440	90	90	8
1800	90	90	8	1440	180	90	8
1440	90	90	8	1440	90	90	8
1440	90	90	8	1440	90	90	8,5
1440	90	90	8,5	1440	90	90	7
1800	180	90	8	1440	90	90	8
1440	90	90	8	1440	90	90	TPR+3,97
1080	90	90	TPR+4	1800	90	90	7,75
1800	90	90	8	1440	90	90	8
1440	90	90	8,25	1800	180	180	8,5
1440	180	90	8	1440	90	90	8,5
1800	90	90	TPR+3	1440	90	90	8
1440	90	90	8	1800	90	90	8
1440	90	90	7,75	1080	180	180	8
1440	180	90	8	1080	180	90	8
1800	90	90	7,5	1440	180	90	7,5
1800	90	90	8	1800	360	90	8
1440	180	90	8	2160	90	90	8,25
1440	90	90	TPR+3,97	1440	90	90	8
1800	90	90	8	540	180	90	7
1440	180	90	8	1440	90	90	8
1440	90	90	7,5	810	90	90	7,5
1440	90	90	8	1080	90	90	7,25
1800	180	180	7,5	1440	90	90	8
1440	180	90	8	1440	90	90	8

Plazo (días)	Cupón capital	Cupón interés	i %
1080	90	90	8
1440	90	90	8,25

Plazo (días)	Cupón capital	Cupón interés	i %
1440	1440	90	8,5

Elaboración: El autor

Esta división da a conocer que los cupones de capital y de interés tienen un plazo estrictamente trimestral y algunos pagos de capital tienen la condición de cancelar semestral y al vencimiento del título.

Se realiza la siguiente tabla de distribución para ubicar los intervalos más recurrentes entre plazos y tasas de interés.

Tabla 14. Plazo clase A OBL

DIAS CLASE A		#	%
Amplitud	Rango		
1.980	360		
500	860	5	0,053
860	1220	13	0,137
1220	1580	48	0,505
1580	1940	26	0,274
1940	2300	2	0,021
2300	2660	1	0,011
		95	1
Mediana	1440		
Moda	1440		
Media	1476,95		

Elaboración: El autor

La vigencia en días, a los que fueron colocados los montos de la clase A, concluye en que el plazo más común es el comprendido entre 860 y 1940 días, a su vez como el dato más repetitivo es 1440 días, o que es lo mismo decir que las OBL clase A colocadas en el mercado de valores tuvieron mayor desenvolvimiento a periodos de 4 y 5 años.

Tabla 15. Tasa de interés clase A OBL

Distribución 1			
6,9%	7,6%	11	0,116
7,6%	8,3%	75	0,789
8,3%	9,0%	9	0,095
		95	1
Distribución 2			
7%	3	0,032	0,032

7,25%	1	0,011	0,042
7,5%	7	0,074	0,116
7,75%	7	0,074	0,189
8%	60	0,632	0,821
8,25%	8	0,084	0,905
8,5%	7	0,074	0,979
8,75%	1	0,011	0,989
9%	1	0,011	1,000
	95	1	

Media 7,99%

Elaboración: El autor

Al agrupar las tasas de interés nominal en tres intervalos como la primera distribución, resulta evidente que el rango entre 7,6% y 8,3% contiene la mayor cantidad de observaciones.

Para apreciar la tasa más precisa, se realiza el conteo de los datos por tasa repartidas en cuartiles, como la segunda distribución. Se identifica que la tasa mayormente aprobada es el 8% de interés nominal, figurando a su vez que el 63,2 por ciento de las 95 Pymes en deuda de largo plazo de clase A la prefirieron.

Hasta aquí notamos la relación que en promedio, un título de obligación en largo plazo de Clase A con una vigencia de 1440 días, muy posiblemente pagará un cupón de 8% de interés nominal u 8,24% de interés efectivo.

“La tasa del 8 por ciento, es una tasa bastante común por su sencillez y entendimiento para los inversionistas en relación a ofertar 7,88% por mencionar un ejemplo, y además de ser superior por 3 puntos aproximadamente a la tasa pasiva referencial que fija el Banco Central” (Araujo, 2015).

3.2.1.3 Descripción de valores clase B.

La siguiente distinción del mismo papel de deuda de largo plazo, es Clase B. Su divergencia respecto a la Clase A, está marcada por el aumento del plazo y tasa de interés nominal.

Tabla 16. Pymes emisoras OBL clase B

Plazo (días)	Cupón capital	Cupón interés	i %	Plazo (días)	Cupón capital	Cupón interés	i %
2160	90	90	8	1530	180	90	8,25
1440	90	90	8,5	1800	90	90	8
3600	90	90	9	1440	90	90	8,25
2160	90	90	8	2520	90	90	8

2160	90	90	8	2160	90	90	8,5
1800	90	90	8	1800	90	90	8
1800	90	90	8	1800	90	90	8,5
1800	90	90	8	1800	180	90	8
1800	90	90	8,75	1440	90	90	8,25
2160	90	90	8	1800	90	90	8,25
1440	90	90	8,25	1440	360	30	8
2160	180	180	8	1800	90	90	8
1440	180	90	8,25	1800	90	90	TPR+4,22
1080	360	90	8	1800	90	90	8
2160	90	90	8	1800	90	90	8
1440	90	90	TPR+2	2160	90	90	8
1440	360	30	8	1440	180	180	8,25
1440	90	90	8,5	1440	180	90	8,25
1800	180	90	8	2160	2160	90	8,75
1440	360	30	8	720	180	90	7,5
1800	90	90	8,5	1080	90	90	7,75
1800	90	90	TPR+4,22	1800	90	90	8
1800	90	90	7,75	1800	90	90	8

Elaboración: El autor

Son 46 las empresas de categoría Pyme, las cuales han agregado clase B a sus emisiones; la tasa se nota levemente incrementada por el plazo que ahora es mayor que la anterior.

Tabla 17. Plazo clase B OBL

DIAS CLASE B		#	%
Amplitud	Rango		
2.880	500		
650	1150	3	0,065
1150	1650	13	0,283
1650	2150	19	0,413
2150	2650	10	0,217
2650	3150	0	0,000
3150	3650	1	0,022
		46	1
Mediana	1800		
Moda	1800		
Media	1770,7		

Elaboración: El autor

Las OBL clase B alcanzan lapsos entre 4 y 7 años como los periodos más reiterados de este segmento, que corresponde al 91.1% de las 46 Pymes.

Tabla 18. Tasa de interés clase B OBL

Distribución 1			
7,35%	7,95%	4	0,09
7,95%	8,55%	38	0,83
8,55%	9,15%	4	0,09
		46	1
Distribución 2			
7,50%	2	0,043	0,043
7,75%	2	0,043	0,087
8%	24	0,522	0,609
8,25%	9	0,196	0,804
8,50%	5	0,109	0,913
8,75%	2	0,043	0,957
9%	2	0,043	1
		46	1
Media		8,14%	

Elaboración: El autor

A través de la agrupación de datos en tres intervalos, las tasas de interés nominal del rango 7,95% y 8,55% representan a 38 de las 46 observaciones de pymes que negocian Clase B. Mientras, que la segunda distribución que considera tasas de interés por cuartiles, se aprecia que el 8%, 8.25% y 8.50% abarcan el 81,6% de las 46 referencias de la misma clase en el largo plazo.

A breve resumen de los valores de clase B se determina como posibilidad, que en promedio, un título que posea una vigencia de 6 años se otorgará un pago correspondiente al 8% por concepto de interés nominal por año.

3.2.2 Cálculo de probabilidad de las variables asociadas a la tasa de interés pasiva ofrecidas por las Pymes.

En esta sección, se dará a conocer qué relación tienen las variables de la calificación de riesgo, el plazo de emisión en días, el sector económico y el año de emisión respecto a la tasa de interés efectiva de las 95 empresas que se enlistaron en OBL. Por tanto, fue necesario crear 5 segmentos para las tasas de interés, esto por las explicaciones previas de que varía entre el 7% y 9% y que la más presente es el 8%, descartando el factor monto que no logra ser una variable explicativa de la tasa.

Entre los aspectos de algunas tablas previas, se habrá observado que se manejaron tasas nominales. Éstas se han cambiado a tasas efectivas con el propósito de lograr mayor

objetividad, por la diferencia en los plazos de la permanencia del papel y los cupos de capital e interés que no todos son trimestrales.

Así, se podrá determinar las características fundamentales que requiere una empresa para poder emitir una tasa al margen inferior que significa menores costos a pagar y también qué características tendría otra empresa que debió emitir tasa al margen superior o intermedia.

Son 4 las características relevantes, a fin de comprender el comportamiento de las tasas de interés y conocer el porqué de sus variaciones:

- Calificación de riesgo.- La evolución del mercado de valores ha conducido a que acudan a él un mayor número de emisores, algunos de estos poco conocidos nacionalmente, teniendo como contraparte menor confianza. La calificación es un análisis de calidad que nivela la solvencia y capacidad potencial de pago oportuno de las diferentes emisiones en una escala predeterminada de calificaciones, que se hace de conocimiento público y que es ilustrativa, comprensible y suficiente para que el inversionista conozca la realidad de cada emisión (Pacific Credit Rating, 2015).
- Plazo de emisión.- Desde el punto de vista del inversionista, toda inversión implica un riesgo. Por consiguiente, a mayor plazo se espera mayor rendimiento (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2014). Este razonamiento considera que el tiempo, entre más extendido esté, mayor incertidumbre existirá en los escenarios político, económico, social, etc.
- Sector económico.- A modo de hipótesis, se espera conocer si el hecho de estar en algún sector en específico genera mejores costos de capital en su financiamiento.
- Ejercicio económico.- Tomando como referencia la sección 2.3.3 del presente trabajo, se define los años 2011, 2012, 2013 hasta noviembre del 2014 como aceptables en materia económica, por presentarse el precio del petróleo estable entre \$90 y \$100 y el riesgo país se mantuvo en tendencia bajista desde los 1000 puntos hasta los 400 durante el mismo lapso. El escenario cambia drásticamente a partir de los primeros días de diciembre 2014 hasta la fecha en que se construye este estudio.

Para estas observaciones, se extrae a detalle el número de veces que tuvo cada variable frente a los segmentos anunciados y examinar qué cuáles de estos elementos les habría generado más ventaja competitiva en términos de mejores tasas de interés, generándose las tablas 19 y 20 a continuación.

Tabla 19. Segmentaciones OBL por calificación y plazo

Segmento ϵ	Calificación	Conteo	Ocurrencia	Segmento ϵ	Plazo	Conteo	Ocurrencia
1 (7,1% - 7,71%)	A	1	0,091	1 (7,1% - 7,71%)	720	1	0,091
	AA-	2	0,182		720	1	0,091
	AA	6	0,545		1080	1	0,091
	AA+	2	0,182		1440	4	0,364
					1800	4	0,364
2 (7,98%)	AA-	4	0,571	2 (7,98%)	1080	1	0,143
	AA	2	0,286	1440	4	0,571	
	A+	1	0,143	1800	2	0,286	
3 (8,24%)	A	6	0,100	3 (8,24%)	720	3	0,050
	AA-	16	0,267		1080	10	0,167
	AA	28	0,467		1440	30	0,500
	AA+	5	0,083		1800	17	0,283
	AAA-	5	0,083				
4 (8,51%)	A+	1	0,125	4 (8,51%)	1080	1	0,125
	AA-	1	0,125		1440	4	0,500
	AA	4	0,500		1800	1	0,125
	AA+	1	0,125		2160	2	0,250
	AAA-	1	0,125				
5 (8,77% - 9,2%)	A+	1	0,111	5 (8,77% - 9,2%)	1440	6	0,667
	AA-	3	0,333		1800	2	0,222
	AA	4	0,444		2160	1	0,111
	AA+	1	0,111				

Elaborado por: El autor

Tabla 20. Segmentaciones OBL por sector y año de emisión

Segmento ϵ	Sector	Conteo	Probabilidad	Segmento ϵ	Año de emisión	Conteo	Probabilidad
1 (7,1% - 7,71%)	Comercial	5	0,455	1 (7,1% - 7,71%)	2010	1	0,091
	Industrial	3	0,273		2011	2	0,182
	Inmobiliario	1	0,091		2012	5	0,455
	Servicios	2	0,182		2013	1	0,091
					2014	2	0,182
2 (7,98%)	Comercial	5	0,714	2 (7,98%)	2011	1	0,143
	Energía	1	0,143		2012	2	0,286
	Industrial	1	0,143		2013	4	0,571
3 (8,24%)	AGPM	2	0,033	3 (8,24%)	2011	8	0,133
	Comercial	32	0,533		2012	15	0,250
	Construcción	2	0,033		2013	11	0,183
	Industrial	11	0,183		2014	23	0,383
	Inmobiliario	2	0,033		2015	3	0,050
	Servicios	11	0,183				
4 (8,51%)	Comercial	1	0,125	4 (8,51%)	2013	3	0,375
	Industrial	3	0,375		2014	3	0,375
	Inmobiliario	1	0,125		2015	2	0,25
	Servicios	3	0,375				
5 (8,77% - 9,2%)	AGPM	1	0,111	5 (8,77% - 9,2%)	2011	1	0,111
	Comercial	4	0,444		2012	1	0,111
	Industrial	3	0,333		2013	3	0,333
	Servicios	1	0,111		2014	3	0,333
					2015	1	0,111

Elaborado por: El autor

Según la calificación, plazo de la emisión, el sector de su actividad económica y el año de emisión, las tasas tienen el siguiente comportamiento:

- Segmento 1.- Comprende las tasas del 7.1%, 7.45% y 7.71% y lo componen 11 empresas. Predomina la calificación AA con una participación del 0.545, seguidas por la AA+ y doble AA- que suman 0.364. Respecto al plazo, hay tendencia que aquí se concentran los tiempos más cortos desde 2 años hasta 5, a diferencia de los últimos segmentos que agrupan plazos más extendidos. Las empresas, cuya actividad está orientada al comercio e industria representa el 72,7%; y fue el año 2012 el significativo.
- Segmento 2.- Tasa única 7,98% y 7 empresas. Son 4 las empresas AA-, con papeles a una media de 4 años de plazo, de tipo comercial y mayormente se efectuaron en el año 2013.
- Segmento 3.- Tasa única 8,24% y agrupa a 60 empresas. Este es el conjunto con la mayor incidencia de empresas Pymes, siendo el 63,15% del total de emisoras de obligaciones en el largo plazo. 3 de cada 4 empresas están calificadas AA y AA-; cabe destacar que 5 de las 6 empresas del total AAA- coinciden con este conjunto, pese a que su participación total no llega a superar el 10% de los 95 casos, posiblemente sea una estrategia de captación por crear mayor confianza para captar inversionistas que prefieran una Pyme AAA- pagando al 8% de interés nominal, en vez de otra Pyme AA- pagando la misma tasa.

La mitad del segmento se caracteriza por emisiones a 4 años plazo, sobre el rango de 1080 a 1800 días de las demás; En tercera instancia, se aprecia la variedad en 6 de los 7 sectores económicos aquí enlistados, donde las empresas comerciales tienen presencia del 53,3% del segmento, seguida por 36,6% entre industriales y de servicios. Además, es apreciable que el año 2014 fue muy atractivo para emitir títulos de deuda, que reflejó 38,3% de las 60 emisoras en este segmento y adicionalmente 1 de cada 3 empresas emitieron sus obligaciones en los años 2012 y 2013.

- Segmento 4.- Tasa única 8,51% y 8 empresas. 50% de estas Pymes tienen calificación AA, su plazo de emisión va desde los 3 a los 6 años, preferentemente 1440 días. Predominan los sectores industriales y servicios con el 75% y se puede afirmar que es uniforme en sus 3 años de colocación 2013, 2014 y 2015.
- Segmento 5.- Agrupa las tasas de interés 8.77%, 9.04%, 9.2%, integrado por 9 emisoras. Es el margen de tasas más costosas para las Pymes, por tanto menos

competitivas respecto a los segmentos anteriores. Sus calificaciones parten de A+ como la más baja de las 95 Pymes a AA+, teniendo la concentración del 77,7% en AA- y AA; su plazo de emisión es mínimo 4 años, los sectores comercial e industrial y los ejercicios económicos, prevalecen indiferentes al igual que los segmentos anteriores desde el 2011 al 2015, con mayor incidencia en 2013 y 2014.

Aplicada la segmentación de las tablas 19 y 20, se establece un enfoque adicional a partir de los datos anteriores, y desde aquí se toman las características comunes a relacionar las tasas de interés, más afines a cada variable de manera total.

Tabla 21. Moda de las variables OBL

Categoría	Conteo	Ocurrencia
Tasas i		
Segmento 1	11	0,116
Segmento 2	7	0,074
Segmento 3	60	0,632
Segmento 4	8	0,053
Segmento 5	9	0,042

Calificación		
A	2	0,021
A+	7	0,074
AA-	26	0,274
AA	44	0,463
AA+	10	0,105
AAA-	6	0,063

Plazo		
720	5	0,053
1080	13	0,137
1440	48	0,505
1800	26	0,274
2160	3	0,032

Sector económico		
AGPM	3	0,032
Comercial	47	0,495
Construcción	2	0,021
Energía y Min	1	0,011
Industrial	21	0,221
Inmobiliario	4	0,042
Servicios	17	0,179

Año de emisión		
2010	1	0,011

2011	12	0,126
2012	23	0,242
2013	22	0,232
2014	31	0,326
2015	6	0,063

Elaboración: El autor

Se comprueba los datos con el mayor número de sucesos son: el segmento 3 que contiene la TEA 8.24%, las calificaciones AA, AA-, AA+, el plazo de 3, 4 y 5 años; los sectores comercial, industrial, servicios y los ejercicios económicos del 2014, 2013 y 2012. Y, en vista que los años de emisión no se repetirán hacia futuro, se da por descartada esta variable, habiendo por relacionarla con Riesgo País.

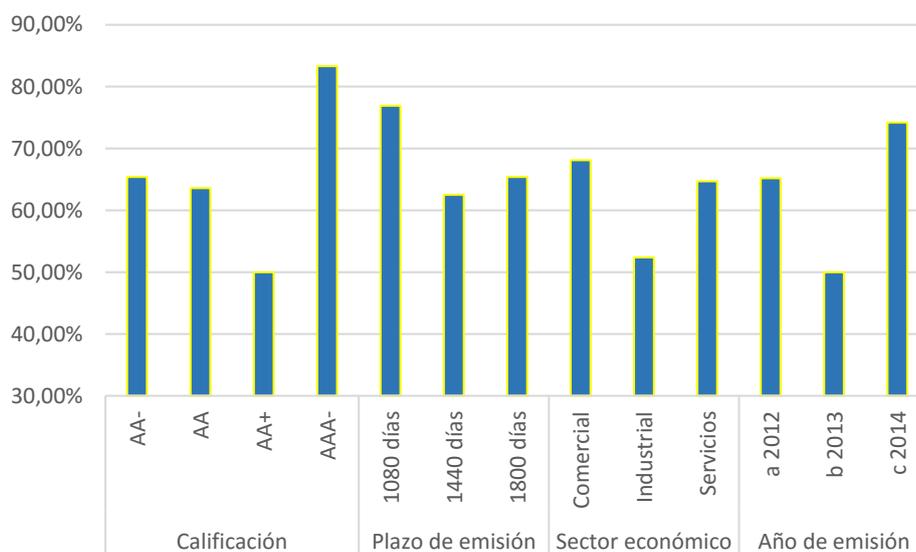
Los datos señalan que, cada sección por sí misma no explica una sola tasa de interés, más bien se observa la distribución bastante uniforme en cada segmento, que involucra a todas las tasas. Es por ello que considerar un solo criterio de explicación para fijar la tasa, no es determinante.

Características a cumplir una firma para acceder a una tasa objetiva (8,24% TEA).

La importancia de destacar esta tasa es su alto número de reproducciones a 60 sobre las 95 emisiones de obligaciones por Pymes, como si se tratase de un estándar del mercado para estos títulos.

A continuación se mide a qué parámetros debe tender una firma, que le permita alcanzar la tasa del 8% de interés nominal o lo que es lo mismo 8,24% efectiva. Para ello, el anexo N. recopila las características más repetitivas y dentro de éstas, las que corresponden al segmento 3.

Ilustración 16. Probabilidad en los parámetros para obtener la TEA 8,24%



Elaborado por: El autor

Se tiene que, dos de cada 3 empresas que posean calificación AA- y AA acceden a la tasa 8%, si fuese AA+ su probabilidad es del 50% y cuales posean AAA- es altamente predecible que oferten la misma estándar. Los plazos a 5 y 6 años tienen una probabilidad de 0.62 y 0.65 respectivamente, mientras que a 1080 días (3 años) la probabilidad de obtener una tasa del 8% asciende a 76.9% de las veces.

La actividad comercial y de servicios indica que 2 de cada 3 empresas de esta naturaleza obtienen el 8%, dejando el industrial con una probabilidad del 0.52 de los casos. Finalmente, haber emitido durante el año 2014, permitió que 3 de cada 4 empresas Pymes accedan a emitir deuda en el mercado de valores al 8%; Mientras en 2012 se observa que 2 de cada 3 empresas y en 2013 la mitad de las Pymes que ingresaron, pudieron acceder a la tasa estándar del mercado.

Para una Pyme que busca financiamiento de deuda de largo plazo a través de mercado de valores, deberá acoplarse lo más posible a las características antes mencionadas; eso pudiendo excluir el año de emisión el cual es una variable no repetitiva. Aunque obviando el comentario, se puede dar mejor énfasis que, cumpliendo con los parámetros de plazo y sector, se sostenga la calificación.

Es de gran interés del autor de este trabajo, subrayar la relevancia que ejercen los periodos económicos, no tanto al hecho de obtener tasas más competitivas en el mercado, más bien porque las transiciones económica y social del país, influyen en el número de empresas que buscarán financiación externa. Se cuentan 6 empresas tipo Pymes que han ingresado a emitir obligaciones de enero a septiembre del 2015 en comparación de las 23 del 2012, 22 al 2013

y 31 en 2014, siendo muy baja la participación en este año; conjuntamente el escenario actual, quizás no es el adecuado para nuevas emisiones por factores como la recogida de fondos extranjeros a causa del ISD, la salida del BIESS que era el mayor comprador de valores, la nueva escalada del riesgo país por encima de los mil puntos, que de una u otra manera generan temor a los inversionistas.

3.2.3 Costos asociados a la emisión de OBL.

Se avisa que para esta sección, en el transcurso de la búsqueda y obtención de datos, se logró obtener la información necesaria de 85 de las 95 Pymes emisoras de deuda en largo plazo, y en lo absoluto, no fue impedimento para su continuación, pues la cantidad compilada es suficiente para la descripción de los gastos por estructuración y emisión.

Para el análisis del impacto de los costos por emisión, se ordenaron los montos de menor a mayor para definir 2 segmentos y promediar los montos entre los pequeños hasta 3' millones y los grandes a partir de 3'500.000 en adelante. Luego se construye la tabla con el detalle de los costos, plazo (años) y el desglose de la anualidad de acuerdo a los segmentos planteados (todo en promedios).

Tabla 22. Costos asociados OBL

Monto	Conteo	Costos de emisión	Relación costo/monto	Plazo (años)	Anualidad
1'000.000	9	63.828	6,38%	4	1,60%
1'100.000	2	46.340	4,21%	4	1,05%
1'300.000	3	85.292	6,56%	4	1,64%
1'500.000	7	72.025	4,80%	5	0,96%
1'700.000	1	51.810	3,05%	5	0,61%
2'000.000	12	74.244	3,71%	4	0,93%
2'150.000	1	87.757	4,08%	5	0,82%
2'500.000	9	85.236	3,41%	5	0,68%
3'000.000	8	80.811	2,69%	5	0,54%
3'500.000	1	94.551	2,70%	5	0,54%
4'000.000	7	112.262	2,81%	4	0,70%
4'500.000	1	73.588	1,64%	4	0,41%
5'000.000	17	118.351	2,37%	5	0,47%
6'000.000	4	126.637	2,11%	5	0,42%
6'300.000	1	102.151	1,62%	6	0,27%
7'000.000	1	177.100	2,53%	7	0,36%
10'000.000	1	103.000	1,03%	5	0,21%

Elaboración: El autor

El cuadro N. 22 identifica dos patrones. El primero se aprecia que entre menor sea el monto emitido, menor es el costo incurrido y viceversa; el segundo de acuerdo a la columna anualidad, revierte la tendencia anterior al prorratear estos mismos costos sobre el plazo de los papeles. En resumen, la ventaja en costos financieros la tendrán las empresas con mayor volumen en monto y plazo porque se repara en la tasa vista de forma anual.

Para un criterio más completo, se ha considerado realizar el promedio del total de los datos en montos, costos y plazos por cada segmento descrito.

Tabla 23. Relación costo asociado vs monto OBL

	Segmento 1	Segmento 2
Promedio monto de emisión	1.922.115	4.946.875
Promedio costos de emisión	71.783	106.150
Promedio plazo de emisión	4	5
Relación costo / monto	3,73%	2,15%
Anualidad	0,84%	0,46%

Elaboración: El autor

Se obtiene que armar un prospecto cuesta \$71.783 para emisiones que van hasta 3' millones de dólares, mientras que aquellos montos que superan los 3'5 millones, la estructuración les marcará un precio por \$106.150. También se aprecia, que el plazo promedio es 4 y 5 años calendario respectivamente.

La relevancia de extraer la tasa anual radica, como la medida de amortización que la empresa reflejará en sus estados de resultados, y que debe sumar a la tasa de interés, para tener presente el coste total de la emisión.

Cálculo de la media y la desviación estándar de las anualidades por concepto de costos asociados

Media	0,82%
Desviación estándar población	0,42
Coefficiente de variación	51,4%

Con los 85 datos resulta en, que el promedio en tasa anual de las emisoras de obligaciones es 0,82%, cuyo rango de acuerdo a la desviación estándar, estará entre 0,4% y 1,24%; el coeficiente de variación 51,44% señala que los datos se encuentran muy dispersos. Con este

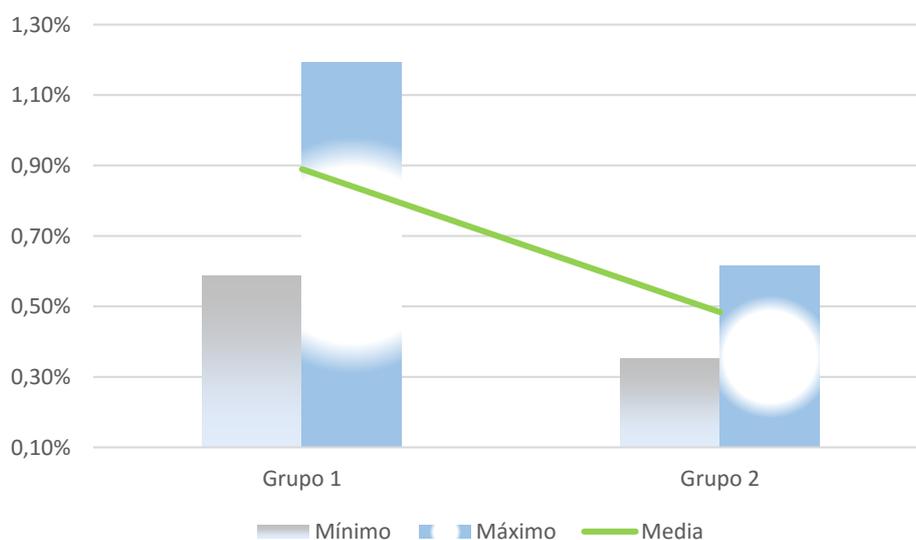
último dato así de elevado, se plantea trabajar con los mismos segmentos ya propuestos, por tanto los resultados son los siguientes:

	Segmento 1	Segmento 2
Media	0,89%	0,48%
Desviación estándar	0,3044	0,1320
Coefficiente variación	34,2%	27,51%
Mediana	0,91%	0,49%

El coeficiente, al separar los segmentos señala menor variación respecto al resultado global y para tener más confiabilidad también se extrajo la mediana para ambos casos y ese dato es bastante cercano a la media de cada grupo. Notablemente, distribuir en grupos revela resultados más precisos en la investigación de los costos asociados a la emisión de deuda de las Pymes.

El gráfico N. 19 dibuja el rango en que variarían las tasas anuales para las Obligaciones en CA.

Ilustración 17. Variación tasa anual, según desviación estándar



Elaborado por: El autor

El primer grupo, cuyos montos se compilaron para montos de hasta de 3' millones de dólares implica que su tasa adicional por concepto de costos asociados estará entre 0,59% y 1,19% anual; para el segundo grupo habrá una variación en la anualidad entre 0,35% a 0,62% que corresponde a los montos que se emiten por arriba de 3'5 millones de dólares.

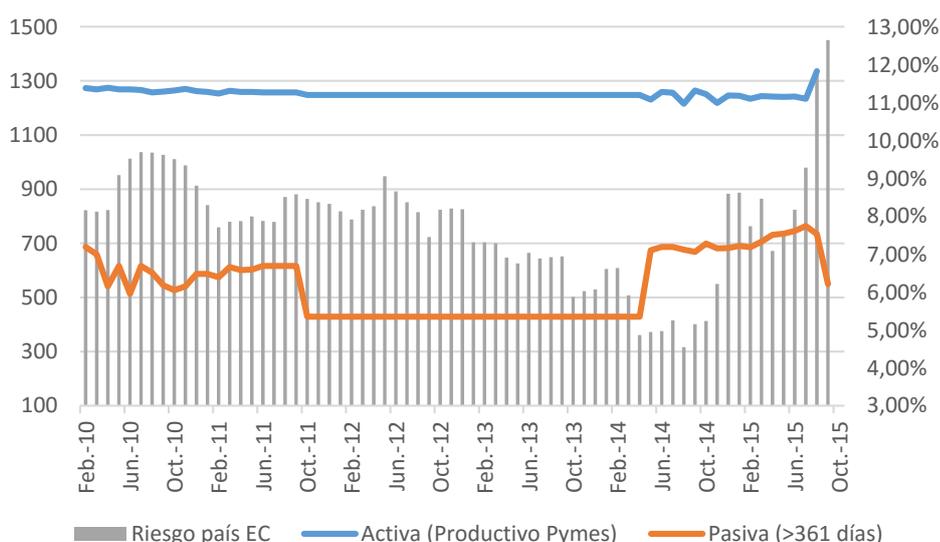
3.3 Relación entre variables asociadas al rendimiento y tasas de interés.

La dinámica en la competitividad de las empresas Pymes que buscan financiamiento externo, se determinará por el costo financiero al solicitar recursos a la banca y el sistema en mercado de valores. De esta relación, se comprobará si la hipótesis de emitir deuda es más factible en costos del capital, que solicitar créditos al sistema bancario. Resalta entonces la importancia de conocer qué mecanismo de financiación ofrece mayores ventajas sobre los recursos monetarios a disponer.

Para la comparativa de la competitividad, se eligió el crédito productivo pymes según lo publica el BCE, versus las emisiones de deuda en PC y OBL de largo plazo con sus respectivos segmentos.

Antes de ello, se estudiará con la siguiente gráfica si existe alguna relación entre las tasas de interés activa - pasiva que maneja el BCE y el riesgo país ecuatoriano, a fin de determinar si uno de los factores incide sobre el otro.

Ilustración 18. Evolución tasas referenciales BCE y riesgo país



Fuente: BCE
Elaborado por: El autor

De los tres indicadores, riesgo país es el más volátil observado durante el lapso de febrero 2010 a octubre 2015. Las tasas de interés no tienen un patrón fijo sobre el riesgo país, y se aprecia que desde octubre 2011 a abril 2014 hubo un congelamiento de tasas, pese a que el riesgo soberano iba decreciendo. En cambio, desde ese siguiente mes, la tasa pasiva fue alzada sobre los 7 puntos anuales, al mismo tiempo que la tasa activa no sufrió cambios apreciables y se sostuvo por encima de los 11 puntos durante todo el lustro.

La única relación notable en que el riesgo nacional haya tenido incidencia en las tasas de interés sucedió en agosto 2015. Desde allí se registraron valores que sobrepasaron los 1000 puntos, provocando la subida de la tasa activa a 11,83% como la más alta de todo este intervalo de tiempo, mientras que la tasa activa se ajustó en caída al 6,21% anual. En promedio, desde febrero 2010 a septiembre 2015, las tasas están en 11,23% para la activa y 6,17% para la pasiva; estas dos observaciones serán la base de créditos y depósitos bancarios para establecer el spread a manifestar entre banca y mercado de valores.

Habiendo finiquitado que riesgo país no es una variable que afecte en gran medida a las tasas de interés referenciales del BCE, se procede a realizar una comparativa entre las tasas, respecto los dos tipos de deuda mediante las dos opciones que se pueden financiar las firmas Pymes en el mercado de valores, para determinar qué tan competitivo y qué diferencia contrasta este mercado, respecto al sistema bancario.

Este escenario de las tasas que maniobran las entidades bancarias sí afecta a las decisiones empresariales y particulares. Ante una suba de tasas activas, las empresas se obligan a analizar las posibilidades de obtener crédito a un costo más elevado y éste debe ser una motivación para buscar financiamiento en otros mercados financieros. Del lado de los depositantes, en este caso, cuyos papeles tengan custodia mayor a un año plazo, implica que dejarán de percibir el mismo rédito sobre nuevas inversiones por el hecho de que la tasa pasiva ha sido recortada.

Dentro de los siguientes análisis graficados, también se adiciona los valores relacionados a los costos asociados en forma porcentual, sumando a las tasas y rendimientos pactados por las Pymes para el público inversionista; pues es importante conocer también el costo total que va a asumir una Pyme que recién ingrese al mercado de valores o que tiene en sus planes volver a emitir deuda. Todo esto está referenciado con los datos promedio y las segmentaciones ya estructuradas previamente.

Siguiendo esta metodología y según sus desviaciones estándar, se cuadra el costo mínimo y el costo máximo por segmento, a calcular la financiación por deuda, tanto en el corto y largo plazo. Y como dato de comparación se ha agregado en las gráficas, la tasa promedio de interés activa - pasiva del Banco Central referenciales del crédito productivo Pymes.

3.3.1 Competitividad del PC versus tasas efectivas BCE.

La tabla N. 24 recopila los resultados previos a modo de resumen, con el fin de comprender la dinámica aplicada con los promedios y sus desviaciones estándar de los títulos de corto plazo.

Tabla 24. Resumen de las segmentaciones y rendimientos PC

	Segmento 1		Segmento 2	
Rango de Monto	1'000.000	1'700.000	2'000.000	en adelante
Rendimiento promedio		6,81%		5,86%
Desviación estándar		0,63%		0,72%
	Rdto mínimo	Rdto máximo	Rdto mínimo	Rdto máximo
	6,18%	7,44%	5,14%	6,58%
	Costo asociado	1,94%	Costo asociado	0,77%
Costo a asumir total	8,12%	9,38%	5,91%	7,35%

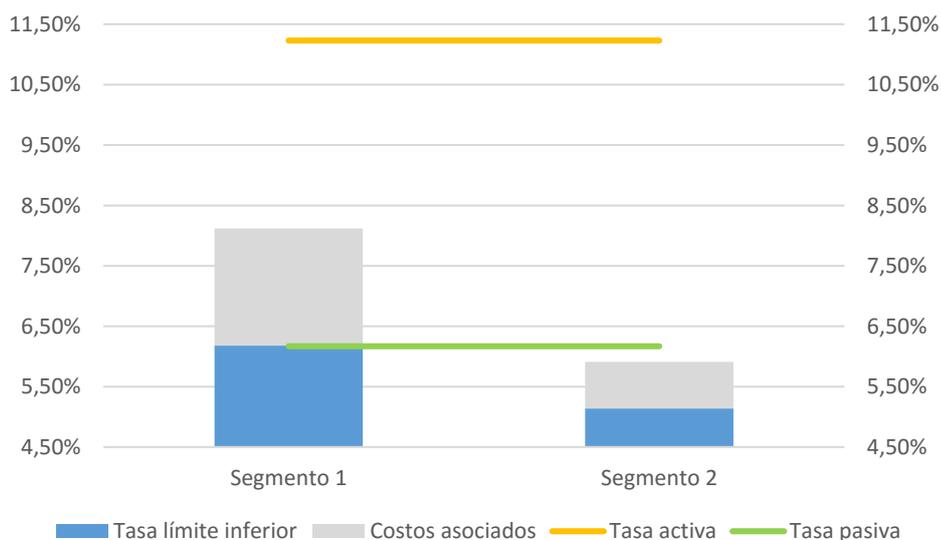
Elaborado por: El autor

Se conoce que, el segmento 1 agrupa todas las empresas con montos en emisiones desde 1 millón de dólares a 1'7 millones, donde la media de los rendimientos en tasa efectiva anual es 6,81% y ésta misma obtuvo una desviación estándar poblacional de 0,63%.

El segmento 2 agrupa todas las empresas con emisiones de 2 millones en adelante, donde la media de los rendimientos en tasa efectiva anual es 5,86% y ésta misma obtuvo una desviación estándar poblacional de 0,72%.

Por tanto, si se considera las tasas referenciales BCE, el costo asociado como porcentaje y haciendo uso de las desviaciones estándar, se obtiene las siguientes gráficas como costo mínimo y máximo a cubrir.

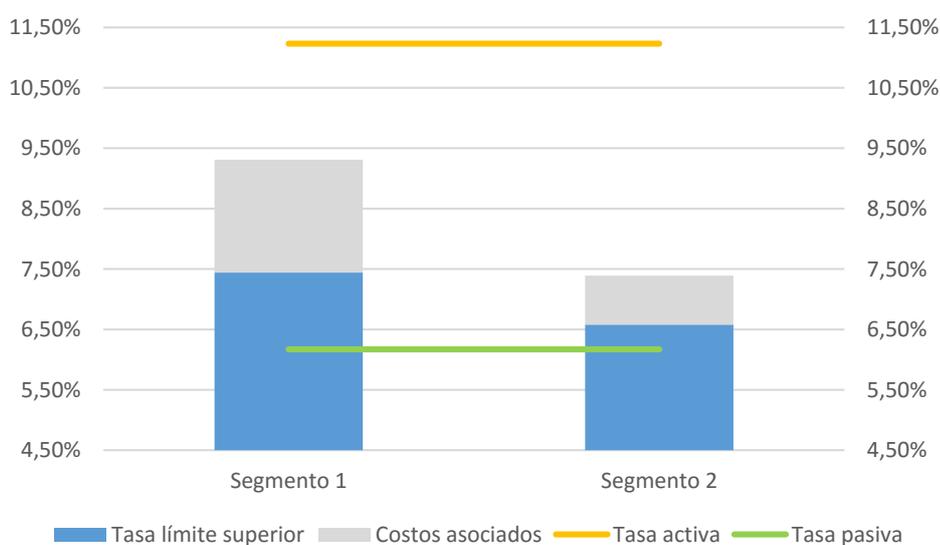
Ilustración 19. Tasa mínima PC vs TRE (BCE)



Elaborado por: El autor

La gráfica N. 20 muestra que para aquellos montos hasta 1'700.000 dólares, el costo mínimo que pueden pagar será del 8,12%; por otro lado, aquellos montos que superen los 2 millones de dólares, la tasa mínima será de 5,91%. Al estar por debajo de la tasa activa bancaria, es ventajoso para las Pymes en términos de costos; sin embargo, también se debe considerar que los inversionistas se fijarán en que la tasa efectiva que pagan las empresas en bolsa de valores, es inferior a la tasa pasiva de las IFI's, lo que resultaría en un desistimiento por parte de los inversionistas si solo se analizara este factor.

Ilustración 20. Tasa máxima PC vs TRE (BCE)

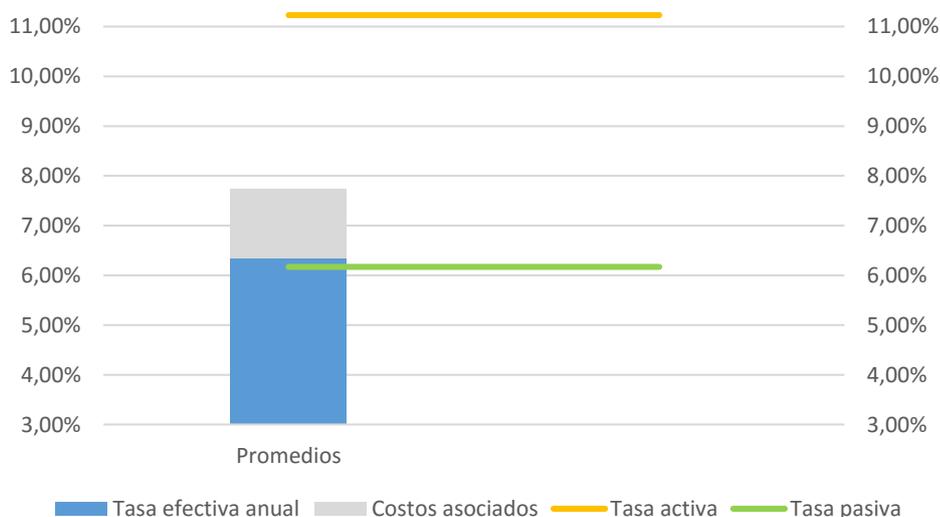


Elaborado por: El autor

El otro escenario representa el costo máximo que cubrirían las Pymes por sus papeles de corto plazo. La gráfica N. 21 tiene un comportamiento similar al anterior, donde el costo a pagar en el mercado de valores, pese a ser un poco más elevada 9,38% y 7,35% respectivamente, continúa siendo inferior a la tasa de créditos productivos bancarios, por tanto competitivos para las firmas emisoras de PC. Al mismo tiempo, estas tasas superan el 6,17% promedio que ofrecen las entidades bancarias, por depósitos a plazo fijo superior a 360 días; exactamente son 3,21 y 1,18 puntos más, sobre la referencial pasiva, el cual se convierte en un factor más atractivo para el inversionista.

Desde otro enfoque de comparación se ilustra la siguiente gráfica, el cual no tiene segmentaciones, más bien es el promedio de tasas efectivas y costos asociados del mercado de PC con las referenciales del BCE.

Ilustración 21. Tasa efectiva y costo asociado (población)



Elaborado por: El autor

7,74% es la suma entre la tasa efectiva y los costos asociados, ambos en promedio. En este punto de vista, los costos del capital que le generan a las Pymes son competitivos, frente a la tasa crediticia de los bancos. Desde el punto de vista de un inversor, puede que la diferencia entre el 6,34% (MV) y 6,17% (TPR) no sea motivo suficiente para elegir entre una y otra, lo más probable es que también considere la calificación de riesgo que presenta la Pyme, los impuestos por renta y su percepción financiera.

3.3.2 Competitividad de las OBL versus tasas efectivas BCE.

La tabla N. 25 recopila los resultados previos a modo de resumen, con el fin de comprender la dinámica aplicada con las tasas efectivas anuales de los títulos de largo plazo y el costo asociado a agregar de acuerdo al monto emitido.

Tabla 25. Resumen de los costos asociados, segmentaciones y tasas interés OBL

Rango monto	Costo asociado	
	1'000.000 - 3'000.000	3'500.000 en adelante
Costo máximo	0,84%	Costo mínimo 0,46%

	Segmento 1	Segmento 2	Segmento 3	Segmento 4	Segmento 5
Tasas de interés	7,1% - 7,71%	7,98%	8,24%	8,51%	8,77% - 9,2%
Costo total mín	7,56%	8,44%	8,70%	8,97%	9,66%
Costo total máx	7,94%	8,82%	9,08%	9,35%	10,04%

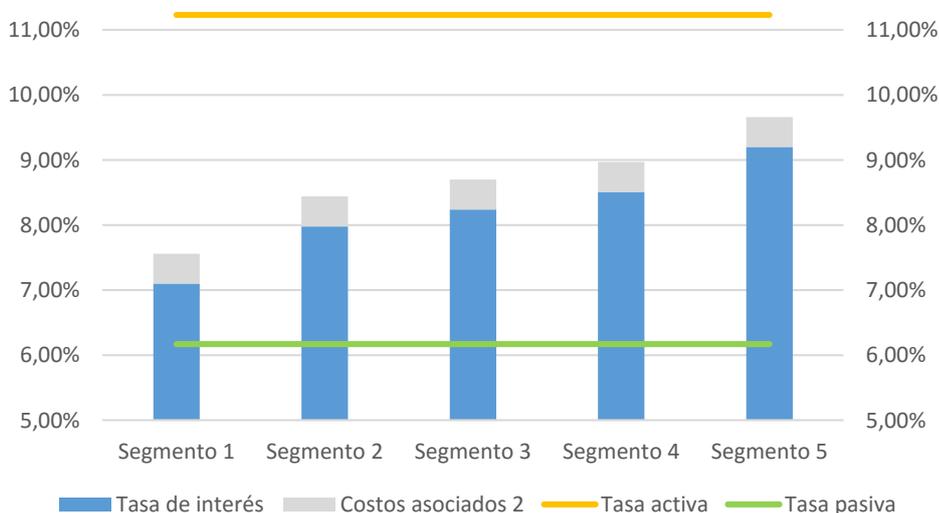
Elaborado por: El autor

Para la medición de competitividad de la emisión de deuda a largo plazo, se había realizado 5 agrupaciones en orden ascendente con base en la tasa anual efectiva de interés; a diferencia del análisis en PC, a esta misma tasa se le adiciona el costo asociado convertido en porcentaje y se descarta la aplicación de la desviación estándar. Se conoce que, el segmento 1 representa las tasas más bajas del mercado de deuda l/p (7,1% – 7,71%), el grupo más ocurrente es el 3 (8,24%) y el grupo con la tasas más altas en estos títulos es el 5 (8,77% - 9,2%); desde este planteamiento se suma la tasa porcentual de los CA a cada segmento.

Un detalle que no debe pasar por alto es que la tasa CA a agregar de acuerdo a la TAE de cada título de deuda l/p debe considerarse el monto de emisión; si los montos son mayores a 3'5000.000 usd se sumará a la TAE, el 0,46% por CA, y si los montos están por debajo de los 3' millones de dólares se sumará 0,84% por CA; esto para tener la referencia del costo total que cubrirá la Pyme en bolsa de valores.

La comparativa de los costos de capital en obligaciones también utilizará las referenciales BCE para graficar y poder observar el comportamiento de las mismas; habrá diferencia de tasas según el CA a considerar.

Ilustración 22. Tasa mínima OBL vs TRE (BCE). Para títulos con montos de 3'5 millones USD en adelante



Elaborado por: El autor

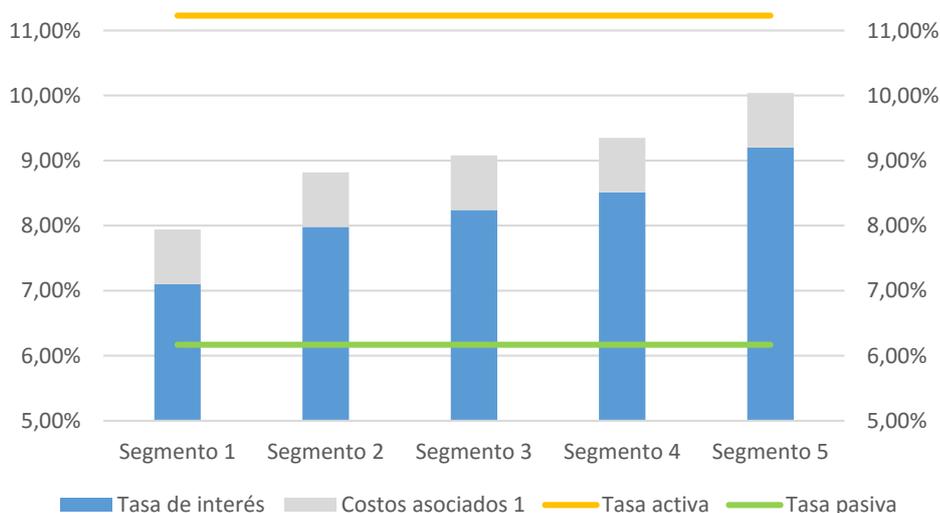
Los segmentos realizados con tasas únicas facilitan mucho la medición de competitividad en los papeles de largo plazo. Conforme a la gráfica N. 23 se aprecia que el costo más bajo a cubrir las Pymes es 7,56% (considerando 7,1% como TAE), aunque no es una referencia apropiada porque las empresas que han podido emitir papeles a este nivel fueron tan solo 11 de las 90 enlistadas. Por otro lado, la TAE del segmento 3 (8,24%) que representa 60 de las

90 emisoras, siendo bastante significativa, se eleva a 8,44% como costo mínimo a pagar y cuyos montos superen los 3'500.000 USD.

De todas maneras, en ningún caso, los costos totales llegan a superar la tasa activa y esta cualidad también es apreciada por los inversionistas porque siempre es superior, en al menos 1,49 puntos y en el mejor de los casos excede los 3 puntos de la activa BCE.

La figura N. 24 lleva el mismo procedimiento previo, pero considerando montos que oscilan entre 1 y 3 millones de dólares.

Ilustración 23. Tasa máxima OBL vs TRE (BCE). Para títulos con montos de 1 a 3 millones USD



Elaborado por: El autor

En este dibujo, se observa un aumento en los 5 grupos por una diferencia de 0,38 puntos respecto al gráfico N. 23. La razón proviene del costo asociado, que al ser una cifra fija va a tener un peso determinado sobre el monto; no obstante, si el monto varía, también lo hará su porcentaje de participación sobre el nuevo monto, porque continúa siendo un costo fijo independiente de la cantidad a emitir.

Así, el costo total que implicará a las Pymes que emitan deuda de largo plazo por menos de 3'000.000 USD le representa una tasa ligeramente más elevada que aquellas en mayor cuantía. Y en lo que refiere a los inversores, las tasas no sufrirán reajuste, porque lo que ellos negocian es la TAE y no el costo asociado que le genera a las empresas.

CONCLUSIONES

La participación en bolsa de valores ecuatoriana es baja respecto a los países de la región Latino Americana; esta medición obedece a la calculada en el apartado 2.3 donde la participación en bolsa ecuatoriana sobre el PIB no supera los 2 dígitos porcentuales. La aproximación tendría más objetividad si se considera el número de empresas que han ingresado, más que por la cantidad monetaria que se transfiere en bolsa, porque cada empresa no negocia las mismas cifras y así como ingresan, también salen. Es el caso donde Chile tiene mejor desenvolvimiento respecto a Brasil.

Que una Pyme sea nueva o muy antigua, no es un obstáculo para ingresar a este mercado.

El desconocimiento del mercado de valores se debe a que la información y asesoría bursátil, no es la suficiente que se hace conocer al público en general. Existe el paradigma que solicitar financiamiento en MV es mucho más complejo y costoso que acudir a las IFI's; el mismo paradigma puede ser recompuesto con los resultados de la presente tesis, considerando las tasas efectivas y los costos asociados que resultaron ser más competitivos que el financiamiento tradicional en créditos productivos Pyme.

Hasta agosto 2015, son 119 las Pymes que participan en el mercado de valores ecuatoriano; 22 se enlistan con acciones, 94 se manejan con títulos de largo plazo y 14 negocian hasta 360 días. Haciendo énfasis en las fechas de emisión, puede observarse que aquellas compañías que operaron 2 tipos de instrumentos, primero fue el PC y posteriormente OBL.

Las tasas del mercado para papel comercial oscilan entre 5,26% y 7,66%, con una media poblacional de 6,28% REA. Mientras que las tasas para las obligaciones de largo plazo van desde 7,1% a 9,2% con una media de 8,22% TEA.

Los costos asociados abarcan valores generados en la estructuración del POP, las comisiones de los representantes, pisos de bolsa y calificación de riesgo semestre a semestre; estos gastos son fijos y se habrán pagado antes de que se ofrezca los títulos al mercado; por tanto la factibilidad de la emisión estaría dada por esta suma representada porcentualmente, respecto al monto obtenido para la Pyme más el rendimiento o tasa de interés pactada. Véase 2.3.5.

El apartado 3.3 concluye que los costos asociados en las obligaciones tienen la particularidad de ser muy parejos a lo que costaría en el papel comercial. La diferencia viene a ser el monto emitido; pues las obligaciones al tener carácter de largo plazo y mayor cupo a emitir, hacen que la relación costo asociado / monto sea más baja, porque disponen más tiempo para

amortiguar ese valor. En promedio se observa que el CA no supera el 1% de la emisión en las obligaciones, mientras que ese mismo CA llega hasta 1,94% en papel comercial.

De manera resumida, a una Pyme le costaría por máximo 9,38% emitir títulos pagaderos hasta 1 año plazo; por otro lado, la misma Pyme puede colocar deuda a largo plazo con un costo tope de 10,04% anual. Ambas tasas, en el escenario más costoso siguen siendo menores a las que se pagarían en las instituciones financieras que corresponde al 11,23%.

El análisis de competitividad del presente trabajo de investigación, demuestra que las firmas de categoría Pymes de Ecuador pueden acceder a mejores costos de financiamiento de deuda en el mercado de valores, más aún cuando se analiza por segmentos que le permitan a las nuevas empresas conocer de antemano cuál será el costo final de su deuda de acuerdo a las características con las que participen las mismas.

La parte demandante del mercado que son los inversionistas, también tienen la posibilidad de cobrar mejores tasas que las que ofrecen las IFI's, por ejemplo en las obligaciones de largo plazo pueden obtener márgenes entre 7,1% - 9,2% por interés anual. El caso adverso podría darse en PC donde 5,14% y 7,44% es el margen de maniobra para este título comparada al 6,17% de la tasa bancaria para depósitos mayores a 1 año plazo.

Existe un amplio margen para impulsar la actividad bursátil cuando solo el 0,2425% de las Pymes con las características exigidas, lo han hecho. Freddy Buri, operador de la casa de Valores Accival cree que este porcentaje se debe al desconocimiento de las empresas en materia bursátil, y considera que los organismos encargados de supervisar y controlar este mercado tienen muy baja difusión - promoción y que las imposiciones tributarias deben flexibilizar en el sector, pues en los tres últimos años estas reformas han impedido la capitalización a escala para inversionistas ecuatorianos y ha resultado por una disminución del ingreso de capitales extranjeros.

RECOMENDACIONES

Las Pymes que decidan ingresar al mercado de valores deben presentar información financiera completa, concisa y organizada en sus prospectos de oferta pública que permita al inversionista una mejor comprensión y decisión de la inversión a realizar, además de seguir una estructura estandarizada para todas las empresas que facilite estudiar los análisis comparativos entre las mismas, tanto al público como la comunidad educativa para próximas investigaciones.

La Superintendencia de Compañías, Ministerio de Industrias y Productividad, las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, Casas de Valores, Ministerio Coordinador de Sectores Estratégicos, Universidades y demás instituciones afines, deben incrementar su accionar para divulgar y promover la participación en el mercado de valores, pues ya se conoce que además de generar mejores niveles de financiamiento e inversión, es una cualidad que le otorga presencia y status en la economía y sociedad.

Se sugiere que las firmas empresariales interesadas en emitir en bolsa de valores planeen utilizar el cupo máximo disponible acorde a sus balances financieros. El estudio por segmentos ha comprobado que mientras más alto es el monto, menor será el costo del capital y estructuración a cubrir.

Si bien la calificación de riesgo no incide directamente sobre las tasas, sí tiene su relevancia para el inversionista que quiere asegurar su patrimonio; por tanto las Pymes deben manejar y presentar muy buenos indicadores en los balances financieros para que cuya calificación sea la mejor posible a obtener.

Una campaña que no sea solo de información general, más bien promocional de los rendimientos y tasas que se negocian en el mercado de valores atraería mayor participación y número de inversionistas nacionales y extranjeros, a su vez que dicha campaña esté acompañada de beneficios fiscales y/o deducibles de renta.

BIBLIOGRAFÍA

- Araujo, D. (julio de 2015). Opinión de tasas y rendimientos en deuda negociada emitida en Bolsa de Valores. (W. Bravo, Entrevistador)
- BCE. (1974). Volumen de operaciones de las Bolsas de Quito y Guayaquil. En G. Espinosa, *Mesa redonda sobre mercado de capitales en el Ecuador* (págs. 69 - 70, 189 - 190). Quito: Banco Central del Ecuador.
- BCE. (junio de 2015). *Tasas referenciales*.
- Bolsa de Valores de Quito. (2015). <http://www.bolsadequito.info/>. Obtenido de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores/>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2010). Deuda. En *Principios de finanzas corporativas* (pág. 397). México: McGraw-Hill.
- Buri Arias, F. (29 de diciembre de 2015). Panorama actual del mercado de valores en Ecuador. (W. Bravo Caicedo, Entrevistador) Quito.
- BVQ. (2015). *Informe Bursátil Mensual - Julio*. Quito.
- Cámara de Comercio de Guayaquil. (2012). *Boletín de comercio exterior*. Guayaquil.
- Consejo Nacional de Valores. (2015). *Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de valores*. Quito.
- Correa Delgado, R. Decreto ejecutivo 757 (2011). <http://doi.org/10.1007/s13398-014-0173-7.2>
- Cull, R., Davis, L. E., Lamoreaux, N. R., & Rosenthal, J. L. (2006). *Historical financing of small- and medium-size enterprises*. University of California, Department of Economics. Washington: Journal of Banking and Finance.
- Ettinger, R., & Wallberg, E. (1992). *Créditos y cobranzas*. México: CECOSA.
- Junta Monetaria del Banco Central del Ecuador (BCE). (1974). Diagnóstico de la situación actual del mercado de capitales del Ecuador. En G. Espinosa, *Mesa redonda sobre mercado de capitales en el Ecuador* (págs. 40 - 44). Quito: Banco Central del Ecuador.
- Ley de Mercado de Valores. Ley de Mercado de Valores (2015).
- López, M. (marzo de 2009). *Mercados Financieros*. Obtenido de El blog salmón: <http://www.elblogsalmon.com/mercados-financieros/que-son-los-mercados-de-valores>

- Manssur, S. CodificacionResolucionesCNVvc2013.pdf (2013).
- Méndez, M. (julio de 2015). *Mercado de valores ecuatoriano 2015: Una perspectiva de las limitaciones y oportunidades existentes para su desarrollo*. Obtenido de Compartiendo Finanzas y Más: http://www.marielamendezprado.com/2015/07/mercado-de-valores-ecuatoriano-2015-una_24.html
- Ministerio de Hacienda. (2015). *Gobierno de Chile*. Obtenido de <http://www.hacienda.cl/preguntas-frecuentes/inversionistas/que-es-el-riesgo-pais.html>
- Ministerio de Industrias y Productividad. (2012). Alternativas de financiamiento del mercado de valores para Pymes, *XXXIII*, 14. <http://doi.org/10.1007/s13398-014-0173-7.2>
- Pacific Credit Rating. (2015). *Manual de procedimientos de calificación de Riesgo*.
- Ron Bautista, F. (2015). *www.derechoecuador.com*. Obtenido de <http://www.derechoecuador.com/articulos/detalle/archive/doctrinas/derechosocietario/2009/12/16/importancia--del-mercado-de-valores>
- Samuelson, P., & Nordhaus, W. (2006). *Economía*. México: McGraw-Hill.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (2014). Cuaderno de inversión. *Inversión, Haz Crecer Tu Dinero*, (001), 17. <http://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Superintendencia de Bancos. (1977). *El pasivo de los bancos privados*. Quito.
- Tanquino, J. (2011). *Historia del Mercado de Valores*.
- Teca Ecuador. (2015). *Bosques de Teca*. Obtenido de <http://www.tecaecuador.com/teca.htm>
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (1994). *Fundamentos de Administración Financiera*. En J. C. Van Horne, & J. M. Wachowicz. México: Prentice Hall.

ANEXOS

Anexo 1

Pymes, emisores vigentes
sep-15

	Papel comercial	Obligaciones	Acciones
Aditec Ecuatoriana Cia. Ltda.		°	
Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA		°	
Aditmaq Aditivos y Maquinarias Cia. Ltda.		°	
Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL		°	
Agnamar S.A.		°	
Agrícola e Industrial Alfadomus Cia. Ltda.		°	
Agritop S.A.		°	
Agroindustrias Dajahu S.A.		°	
Aifa S.A.		°	
Alicosta BK Holding S.A.			°
Alimentos Ecuatoriano S.A. ALIMEC		°	°
Austral Cia. Ltda.		°	
Auto Importadora Galarza S.A.		°	
Basesurcorp S.A.		°	
Casa Moeller Martínez C.A.		°	
Centro Gráfico S.A. CEGRAFICO			°
Centuriosa S.A.		°	
Cerro Alto Forestal (Highforest) S.A.			°
Cerro Verde Forestal (Bigforest)			°
Cetivehículos S.A.		°	
Chocolates Finos Nacionales Cofina S.A.		°	
Cimentaciones Generales y Obras Portuarias CIPORT		°	
Codepret S.A.		°	
Compañía Importadora Regalado S.A. COMIRSA		°	
Compañía Recubridora de Papel S.A. REPALCO		°	
Cía. Supermercado de Computadoras Compubussines		°	
Computadores y Equipos Compuequip Dos S.A.		°	
Constructora Import Álvarez Burbano S.A. CIALCO			°
Consultora Ambiental Ecosambito C. Ltda.		°	
Corporación Celeste S.A. CORPACEL		°	
Corporación Délico Cia. Ltda.		°	
Corporación JCEVCORP Cia. Ltda.		°	
Corporación Samborondón S.A. CORSAM		°	
Cristalería del Ecuador S.A. CRIDESA			°
Danielcom Equipment Supply S.A.	°	°	
Delcorp S.A.		°	
Dexicorp S.A.	°	°	
Dismarkklub S.A.		°	
Dismedsa S.A.		°	
Distribuidora de Carnes y Alimentos DIGECA S.A.		°	
Distribuidora de Maderas Cia Ltda DISMA		°	
Dolmen S.A.	°		

Ecuafontes S.A.			°
Ecu nave C.A.			°
Ecuatoriana de Granos S.A. ECUAGRAN	°		°
El Refugio Forestal Homeforest			°
El Sendero Forestal (Pathforest) S.A			°
El Tecal C.A. (Elteca)			°
Electrónica Siglo XXI Electrosiglo S.A.			°
Empresa Proveedor de Motores Empromotor Cía. Ltda.			°
Eslive S.A			°
Exportcredit S.A.			°
Factor L.O.G.R.O.S. de Ecuador S.A.			°
Fecorsa Industrial y Comercial S.A.			°
Fermagri S.A.			°
Ferro Torre S.A.			°
Fertilizantes y Agroquímicos Europeos Eurofert S.A.	°		°
Figuretti S.A.			°
Floralp S.A.	°		°
Frutera del Litoral Cia. Ltda.			°
Fundametz S.A.			°
Grifine S.A			°
Grupo Imar S.A. GRUPIMARSA			°
Hotel Boulevard S.A.			°
Hotel Casagangotena S.A.			°
Importadora Industrial Agrícola del Monte S.A. Inmonte			°
Industrial Papelera Ecuatoriana S.A. INPAECSA			°
Industrias Unidas Cia. Ltda.			°
Inproel S.A.			°
Instalaciones Electromecánicas S.A. INESA			°
Inteleq S.A.			°
Intervisatrade S.A.			°
Jaroma S.A.			°
L.Henriques & Cia. S.A.	°		°
La Campiña Forestal Strongforest			°
La Colina Forestal (Hillforest) S.A.			°
La Cumbre Forestal (Peakforest) S.A.			°
La Estancia Forestal (Forestead) S.A.			°
La Reserva Forestal (Reforest)			°
La Sabana Forestal (Plainforest) S.A.			°
La Vanguardia Forestal (Vanguardforest) S.A.			°
Labiza S.A.			°
Máquinas y Suministros Maqsum C. Ltda.			°
Mareauto S.A.	°		°
Maxdrive S.A.			°
Meisterblue S.A.			°
Meriza S.A.			°
Metales Inyectados Metain S.A.			°
Motores y Tractores Motrac S.A.			°
MOTRANSA C.A	°		

Mundo Deportivo MEDEPORT S.A.	°		
Nederagro S.A.		°	
Noperti Cia. Ltda. Nc.		°	
Panakruz S.A.		°	
Petróleos de los Ríos PETROLRIOS C.A.		°	
PF Group S.A.		°	
Plastigomez S.A.		°	
Productora Mar Vivo S.A. PROMARVI		°	
Productos Del Agro Sylvia Maria S.A. AGROSYLMA		°	
Red Mangroveinn S.A.	°	°	
Retratorec S.A.			°
Río Congo Forestal C.A. (Conrioca)			°
Río Grande Forestal (Riverforest) S.A.			°
Ryc S.A.		°	
Segundo Eloy Corrales e Hijos Cia. Ltda		°	
Sepriteico S.A.	°		
Simed S.A.		°	
Solvesa Ecuador S.A.		°	
Soroa S.A.		°	
Storeocean S.A.		°	
Sunchodesa Representaciones C. Ltda.		°	
Surfer S.A.		°	
Surpapelcorp S.A.			°
Talme S.A.	°	°	
Tecnifertpac S.A.		°	
Teojama Comercial S.A.	°	°	
Tuberías Pacífico S.A. TUPASA		°	
Tuval S.A.		°	
Vepamil S.A.		°	

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: El autor

Anexo 2

Características de las OBL

Pyme	T E A ⁸	Fecha de emisión	Calificación de riesgo	Plazo (días)
Aditec Ecuatoriana Cia. Ltda.	8,24%	Dic-14	AA-	1440
Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA	8,24%	Jun-13	AA	1800
Aditmaq Aditivos y Maquinarias Cia. Ltda.	8,16%	Nov-14	AA-	720
Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A.	8,24%	Dic-11	AA	1800
Agnamar S.A.	8,24%	Sept-13	AA+	1800
Agrícola e Industrial Alfadomus Cia. Ltda.	9,20%	Mar-11	A+	2520
Agritop S.A.	8,24%	Sept-11	AA	1800

⁸ Tasa Efectiva Anual de interés

Agroindustrias Dajahu S.A.	8,24%	Nov-14	AAA-	1800
Aifa S.A.	8,24%	Nov-11	AA	1800
Alimentos Ecuatoriano S.A. ALIMEC	8,24%	Jun-14	AA	1080
Austral Cia. Ltda.	8,51%	Mar-14	AA	1080
Auto Importadora Galarza S.A.	8,24%	Mar-12	AA-	1080
Basesurcorp S.A.	8,24%	May-13	AA-	1440
Casa Moeller Martínez C.A.	8,24%	Sept-14	AA	1440
Centuriosa S.A.	8,24%	Feb-14	AA-	1440
Cetivehículos S.A.	7,98%	Ago-12	AA-	1440
Chocolates Finos Nacionales Cofina S.A.	9,04%	Sept-14	AA	1800
Cimentaciones Generales y Obras Portuarias	8,24%	Oct-11	AA	1800
Codepret S.A.	8,24%	Mar-12	AA-	1080
Compañía Importadora Regalado S.A.	8,16%	Ene-13	AA-	1800
Compañía Recubridora de Papel S.A.	8,24%	Mar-12	A+	1080
C Supermercado de Computadoras	8,24%	Ago-13	AA-	720
Computadores y Equipos Dos S.A.	8,24%	Oct-12	AA	1800
Consultora Ambiental Ecosambito C. Ltda.	8,24%	Mar-11	A+	1440
Corporación Celeste S.A. CORPACEL	8,24%	Nov-12	AA	1440
Corporación Délico Cia. Ltda.	8,77%	Oct-13	AA	1440
Corporación JCEVCORP Cia. Ltda.	8,24%	Sept-12	AA	1800
Corporación Samborondón S.A. CORSAM	8,24%	Dic-12	AA	1440
Danielcom Equipment Supply S.A.	8,33%	Jun-12	AA-	1080
Delcorp S.A.	8,24%	Ene-12	A	1800
Dexicorp S.A.	8,51%	Ago-14	AA+	1440
Dismarkclub S.A.	8,24%	Mar-14	AAA-	1440
Dismedsa S.A.	7,10%	Jul-10	AA	1800
Distribuidora de Carnes y Alimentos	8,24%	Abr-14	AA	1440
Distribuidora de Maderas Cia Ltda	7,98%	Oct-13	AA-	1440
Ecuafontes S.A.	8,24%	Mar-13	AA-	1440
Ecu nave C.A.	7,71%	Ene-11	AA	1800
Ecuatoriana de Granos S.A. ECUAGRAN	8,24%	Dic-14	AA+	1800
Electrónica Siglo XXI Electrosiglo S.A.	8,24%	Ago-12	AA	1440
Empresa Provedora de Motores	8,34%	Sept-13	AA-	1440
Eslive S.A	8,24%	Ene-14	AA	1800
Exportcredit S.A.	8,24%	Sept-14	AA+	1440
Factor L.O.G.R.O.S. de Ecuador S.A.	7,71%	Abr-14	AA+	1440
Fecorsa Industrial y Comercial S.A.	8,24%	Abr-15	AA	1440
Fermagri S.A.	7,64%	Feb-12	AA-	1800
Ferro Torre S.A.	8,24%	Ago-14	AA-	1440
Fertilizantes y Agroquímicos Europeos	8,24%	Dic-14	AA	1080
Figuretti S.A.	8,51%	Sept-13	AA-	1440
Floralp S.A.	7,77%	Mar-12	AA+	1440
Frutera del Litoral Cia. Ltda.	7,71%	Sept-13	AA	1800
Frutera del Litoral Cia. Ltda.	8,24%	Jul-14	AA	720
Fundametz S.A.	7,90%	Oct-12	AA+	1800
Grifine S.A	7,98%	Ene-13	AA	1440

Grupo Imar S.A. GRUPIMARSA	8,24%	Feb-12	A+	1080
Hotel Boulevard S.A.	8,24%	May-13	AA	1800
Hotel Casagangotena S.A.	8,51%	Ago-14	AA	2160
Importadora Industrial Agrícola del Monte	8,24%	Dic-14	AA+	1440
Industrial Papelera Ecuatoriana S.A.	8,24%	Sept-14	AAA-	1440
Industrias Unidas Cia. Ltda.	8,51%	Mar-15	AA	1440
Inproel S.A.	8,24%	Mar-14	AA	1440
Instalaciones Electromecánicas S.A.	8,24%	May-11	AA	1440
Inteleq S.A.	7,98%	Ago-13	AA-	1080
Intervisatrade S.A.	7,98%	May-11	AA	1440
Jaroma S.A.	8,51%	Feb-13	A+	1440
L.Henriques & Cia. S.A.	8,24%	Oct-12	AA	1800
Labiza S.A.	8,77%	Mar-14	AA	1440
Máquinas y Suministros Maqsum C. Ltda.	8,24%	Oct-11	AA-	1080
Mareauto S.A.	8,51%	May-15	AAA-	1800
Maxdrive S.A.	8,24%	Jun-14	AA	1440
Meisterblue S.A.	8,24%	Nov-12	AA	1440
Metales Inyectados Metain S.A.	8,24%	Ene-13	AA	1440
Motores y Tractores Motrac S.A.	8,24%	Feb-15	AAA-	1440
Nederagro S.A.	8,77%	Sept-13	AA-	1440
Noperti Cia. Ltda. Nc.	7,19%	Ago-11	A	1440
Panakruz S.A.	8,24%	Ago-14	AA	1440
Petróleos de los Ríos PETROLRIOS C.A.	8,87%	May-14	AA	1440
PF Group S.A.	7,98%	Abr-13	AA-	1800
Plastigomez S.A.	8,24%	Jul-13	AA-	1440
Productora Mar Vivo S.A. PROMARVI	8,68%	Sept-13	AA-	1800
Productos Del Agro Sylvia Maria S.A.	8,77%	Sept-12	AA-	1440
Red Mangroveinn S.A.	8,24%	Jul-14	AA	1440
Ryc S.A.	8,24%	Ene-13	A+	1800
Segundo Eloy Corrales e Hijos Cia. Ltda	8,16%	Oct-11	A+	1080
Simed S.A.	8,24%	Abr-15	AAA-	1080
Solvesa Ecuador S.A.	7,71%	Oct-12	AA	1440
Soroa S.A.	8,24%	Feb-12	AA-	1800
Storeocean S.A.	8,51%	Dic-13	AA	2160
Sunchodesa Representaciones C. Ltda.	8,24%	Jul-14	AA	1440
Surfer S.A.	7,19%	Nov-12	AA	540
Talme S.A.	8,24%	Oct-12	AA	1440
Tecnifertpac S.A.	7,71%	May-14	AA-	810
Teojama Comercial S.A.	7,45%	Ago-12	AA	1080
Tuberías Pacífico S.A. TUPASA	8,24%	Sept-14	AA+	1440
Tuval S.A.	8,24%	Ene-14	AA-	1440
Vepamil S.A.	8,77%	Feb-15	AA+	1440

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaboración: El autor

Anexo 3

Costos asociados en la emisión L/P
Jun-15

	Monto	Plazo	Costo	Estructurador	Colocador	Calificadora de Riesgo
Aditec Ecuatoriana Cia. Ltda.	1.500.000	4	56.298	Metrovalores	Metrovalores	Class International Rating
Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA	2.000.000	6	76.600	Intervalores	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Aditmaq Aditivos y Maquinarias Cia. Ltda.	4.500.000	4	73.588	Merchantvalores	Merchantvalores	Class International Rating
Aeropuertos Ecológicos de Galápagos ECOGAL	14.000.000	10		Advfin	Advfin	Humphreys S.A.
Agnamar S.A.	5.000.000	5	116.500	Advfin	Advfin	Class International Rating
Agrícola e Industrial Alfadomus Cia. Ltda.	5.000.000	7		Capital Ventura	Vencasa	Humphreys S.A.
Agritop S.A.	2.500.000	6	94.500	Vicente Muñoz	Advfin	Humphreys S.A.
Agroindustrias Dajahu S.A.	5.000.000	5	159.500	Plusbursátil	Plusbursátil	Class International Rating
Aifa S.A.	1.500.000	6	91.000	Vicente Muñoz	Advfin	Humphreys S.A.
Alimentos Ecuatoriano S.A. ALIMEC	2.000.000	3	69.830	Mercapital	Mercapital	Pacific Credit Ratings
Austral Cia. Ltda.	2.000.000	3	71.400	Plusbursátil	Plusbursátil	Class International Rating
Auto Importadora Galarza S.A.	1.800.000	3		Plusvalores	Plusvalores	Humphreys S.A.
Basesurcorp S.A.	3.500.000	5	94.551	Advfin	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Casa Moeller Martínez C.A.	2.000.000	4	58.959	Metrovalores	Metrovalores	Class International Rating
Centuriosa S.A.	1.700.000	5	51.810	Advfin	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Cetivehículos S.A.	2.000.000	5	#¡REF!	Advfin	Advfin	Humphreys S.A.
Chocolates Finos Nacionales Cofina S.A.	3.000.000	5	80.250	Holdunpartners	Holdunpartners	Pacific Credit Ratings
Cimentaciones y Obras Portuarias CIPORT	4.000.000	6	115.000	Vicente Muñoz	Advfin	Humphreys S.A.
Codepret S.A.	1.000.000	4	55.000	Plusvalores	Plusvalores	Pacific Credit Ratings
Compañía Importadora Regalado S.A. COMIRSA	2.000.000	6	93.600	Vicente Muñoz	Advfin	Humphreys S.A.
Compañía Recubridora de Papel S.A. REPALCO	1.000.000	4	55.000	Plusvalores	Plusvalores	Humphreys S.A.
C Supermerc de Computadoras Compubussines	2.000.000	3	104.300	VectorGlobal	VectorGlobal	Class International Rating
Computadores y Equipos Compuequip Dos S.A.	2.500.000	6	94.700	Vicente Muñoz	Advfin	Humphreys S.A.
Consultora Ambiental Ecosambito C. Ltda.	1.000.000	4	91.000	Vicente Muñoz	Advfin	Humphreys S.A.
Corporación Celeste S.A. CORPACEL	5.000.000	4	98.200	ConsultingAdv	Albion	Humphreys S.A.
Corporación Délico Cia. Ltda.	1.000.000	4	50.858	Plusbursátil	Plusbursátil	Class International Rating

Corporación JCEVCORP Cia. Ltda.	3.000.000	5	59.350	Analytica Securities	Analytica Securities	Humphreys S.A.
Corporación Samborondón S.A. CORSAM	5.000.000	4	96.200	ConsultingAdv	Albion	Humphreys S.A.
Danielcom Equipment Supply S.A.	1.500.000	3	58.652	Accival	Accival	Pacific Credit Ratings
Delcorp S.A.	5.000.000	5	120.000	Vicente Muñoz	Advfin	Humphreys S.A.
Dexicorp S.A.	6.000.000	5	53.550	Analytica Securities	Analytica Securities	Class International Rating
Dismarkklub S.A.	4.000.000	4	80.600	Mercapital	Mercapital	Class International Rating
Dismedsa S.A.	5.000.000	5	120.000	Multivalores BG	Multivalores BG	Humphreys S.A.
Distribuidora de Carnes y Alimentos DIGECA	1.000.000	4	62.759	SilverCross	SilverCross	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Distribuidora de Maderas Cia Ltda DISMA	2.500.000	4	86.162	SilverCross	SilverCross	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Ecuafontes S.A.	2.000.000	4	73.340	Capital Ventura	Vencasa	Class International Rating
Ecu nave C.A.	8.000.000	5		Produvalores	Produvalores	Pacific Credit Ratings
Ecuatoriana de Granos S.A. ECUAGRAN	6.000.000	5	217.800	Intervalores	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Electrónica Siglo XXI Electrosiglo S.A.	5.000.000	4	98.200	Capital Ventura	Vencasa	Humphreys S.A.
Empresa Provedora de Motores Empromotor	2.000.000	5	51.550	Accival	Accival	Pacific Credit Ratings
Eslive S.A	2.500.000	5	131.800	Intervalores	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Exportcredit S.A.	1.300.000	4	91.875	Bejarano y Asoc	SantaFeValores	Class International Rating
Factor L.O.G.R.O.S. de Ecuador S.A.	2.150.000	5	87.757	BU Corporativo	Advfin	Class International Rating
Fecorsa Industrial y Comercial S.A.	5.000.000	4	193.500	Intervalores	Advfin	Class International Rating
Fermagri S.A.	3.000.000	5	58.000	S Cuesta y Asoc	Citadel	Humphreys S.A.
Ferro Torre S.A.	4.000.000	4	101.700	Mercapital	Mercapital	Pacific Credit Ratings
Fertilizantes y Agroquímicos Europeos Eurofert	2.500.000	3	66.400	Plusvalores	Plusvalores	Class International Rating
Figuretti S.A.	2.000.000	4	60.800	Plusbursátil	Plusbursátil	Class International Rating
Floralp S.A.	2.500.000	4	55.000	Accival	Accival	Pacific Credit Ratings
Frutera del Litoral Cia. Ltda.	3.000.000	5	102.092	Plusbursátil	Plusbursátil	Class International Rating
Frutera del Litoral Cia. Ltda.	5.000.000	4	105.100	VectorGlobal	VectorGlobal	Class International Rating
Fundametz S.A.	4.000.000	5	93.700	S Cuesta y Asoc	Plusvalores	Humphreys S.A.
Grifine S.A	3.000.000	5	95.500	Advfin	Advfin	Humphreys S.A.
Grupo Imar S.A. GRUPIMARSA	1.300.000	4	73.000	Plusvalores	Plusvalores	Humphreys S.A.
Hotel Boulevard S.A.	7.000.000	7	177.100	Intervalores	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana

Hotel Casagangotena S.A.	5.000.000	6	55.600	Accival	Accival	Pacific Credit Ratings
Importadora Industrial Agrícola del Monte S.A	2.500.000	5	98.758	Advfin	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Industrial Papelera Ecuatoriana INPAECSA	6.000.000	4	126.877	Plusbursátil	Plusbursátil	Class International Rating
Industrias Unidas Cia. Ltda.	1.500.000	4	67.300	Banrío	Banrío	Class International Rating
Inproel S.A.	5.000.000	5	149.500	BPO Ases Empr	Picaval	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Instalaciones Electromecánicas S.A. INESA	2.000.000	4	73.000	BPO Ases Empr	Picaval	Humphreys S.A.
Inteleq S.A.	1.100.000	3	39.290	Produvalores	Produvalores	Class International Rating
Intervisatrade S.A.	20.000.000	4		Picaval	Picaval	Pacific Credit Ratings
Jaroma S.A.	1.100.000	4	53.390	Advfin	Advfin	Humphreys S.A.
L.Henriques & Cia. S.A.	2.500.000	5	44.300	Cofivalores	Cofivalores	Humphreys S.A.
Labiza S.A.	1.000.000	4	62.568	Plusbursátil	Plusbursátil	Class International Rating
Máquinas y Suministros Maqsum C. Ltda.	4.000.000	4		Plusvalores	Plusvalores	Pacific Credit Ratings
Mareauto S.A.	10.000.000	5	103.000	Sucaval	Sucaval	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Maxdrive S.A.	4.000.000	4	105.800	Mercapital	Mercapital	Pacific Credit Ratings
Meisterblue S.A.	5.000.000	4	98.200	ConsultingAdv	Albion	Humphreys S.A.
Metales Inyectados Metain S.A.	3.000.000	4	97.267	Capital Ventura	Vencasa	Class International Rating
Motores y Tractores Motrac S.A.	3.000.000	5	97.880	Advfin	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Nederagro S.A.	1.000.000	4	48.150	Bejarano y Asoc	Plusbursátil	Class International Rating
Noperti Cia. Ltda. Nc.	1.300.000	4	91.000	Vicente Muñoz	Advfin	Humphreys S.A.
Panakruz S.A.	1.500.000	4	71.600	Advfin	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Petróleos de los Ríos PETROLRIOS C.A.	3.000.000	5	56.150	Accival	Accival	Pacific Credit Ratings
PF Group S.A.	5.000.000	5	105.000	Metrovalores	Metrovalores	Class International Rating
Plastigomez S.A.	1.500.000	5	64.513	Advfin	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Productora Mar Vivo S.A. PROMARVI	5.000.000	5	154.500	Citadel	Citadel	Class International Rating
Productos Del Agro Sylvia Maria	700.000	4		Bejarano y Asoc	Corp Org Val	Class International Rating
Red Mangroveinn S.A.	1.500.000	5	79.085	Advfin	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Ryc S.A.	1.000.000	6	95.200	Vicente Muñoz	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Segundo Eloy Corrales e Hijos Cia. Ltda	5.000.000	4	98.000	Plusvalores	Plusvalores	Pacific Credit Ratings
Simed S.A.	5.000.000	4	117.975	Mercapital	Mercapital	Class International Rating
Solvesa Ecuador S.A.	4.000.000	4	101.037	Capital Ventura	Vencasa	Humphreys S.A.
Soroa S.A.	8.000.000	6		Amaz Market	Amaz Market	Pacific Credit Ratings

Storeocean S.A.	6.300.000	6	102.151	Ibcorp	Ibcorp	Class International Rating
Sunchodesa Representaciones C. Ltda.	1.000.000	4	53.916	Advfin	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Surfer S.A.	1.300.000	2		Capital Ventura	Vencasa	Humphreys S.A.
Talme S.A.	4.000.000	4	188.000	Fisecorp y TB Cap	Activalores	Pacific Credit Ratings
Tecnifertpac S.A.	2.000.000	3	83.150	Pragma C	Ibcorp	Class International Rating
Teojama Comercial S.A.	18.000.000	3		Oblicorp	Probrowsers	Class International Rating
Tuberías Pacífico S.A. TUPASA	5.000.000	5	126.000	Intervalores	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Tuval S.A.	2.500.000	5	95.500	Advfin	Advfin	Soc. Calif. R. Latinoamericana
Vepamil S.A.	6.000.000	4	108.319	Capital Ventura	Vencasa	Soc. Calif. R. Latinoamericana

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaboración: El autor

Anexo 4

Tasa pasiva referencial BCE y prima del sector

TPER	Plazo 61 a 90 días	TPER	Plazo 61 a 90 días
Jul-10	3,64	Feb-13	3,67
Ago-10	3,50	Mar-13	3,67
Sept-10	3,49	Abr-13	3,67
Oct-10	3,63	May-13	3,67
Nov-10	4,00	Jun-13	3,67
Dic-10	3,69	Jul-13	3,67
Ene-11	4,03	Ago-13	3,67
Feb-11	3,96	Sept-13	3,67
Mar-11	4,00	Oct-13	3,67
Abr-11	3,67	Nov-13	3,67
May-11	3,67	Dic-13	3,67
Jun-11	3,89	Ene-14	3,67
Jul-11	3,89	Feb-14	3,67
Ago-11	3,89	Mar-14	3,67
Sept-11	3,89	Abr-14	3,67
Oct-11	3,67	May-14	4,52
Nov-11	3,67	Jun-14	4,73
Dic-11	3,67	Jul-14	4,55
Ene-12	3,67	Ago-14	4,48
Feb-12	3,67	Sept-14	4,50
Mar-12	3,67	Oct-14	4,33
Abr-12	3,67	Nov-14	4,44
May-12	3,67	Dic-14	4,68
Jun-12	3,67	Ene-15	4,74
Jul-12	3,67	Feb-15	4,74
Ago-12	3,67	Mar-15	4,81
Sept-12	3,67	Abr-15	4,33
Oct-12	3,67	May-15	4,88
Nov-12	3,67	Jun-15	4,56
Dic-12	3,67	Jul-15	4,87
Ene-13	3,67	Ago-15	4,55

Clase A			
Prima	BCE	Suma	
3	3,92	6,92	Dismedsa
3,5	4,05	7,55	Floralp
3,97	4,12	8,09	Empromotor
3,97	4,62	8,59	Petrolrios
4	4,08	8,08	Danielcom
Clase B			
Prima	BCE	Suma	
4,22	4,12	8,34	Empromotor
4,22	4,62	8,84	Petrolrios
2	3,99	5,99	Ecosambito

Elaborado por: El autor