



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS

BARRERAS QUE ENFRENTAN LAS EMPRESAS PARA LOGRAR
FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

Trabajo de Titulación presentado en conformidad con los requisitos
establecidos para optar por el título de Ingeniero Comercial

Profesor Guía:
Diego Arciniegas

Autor:
Miranda Narváez, María Berenice

Año
2008

CAPITULO I

1.1 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA Y JUSTIFICACIÓN

La opción de financiamiento que los gerentes de las empresas se han acostumbrado, son los préstamos bancarios; dejando como una segunda alternativa la búsqueda de nuevas fuentes, a través del mercado de valores.

El problema para que el uso del mercado de valores se sitúe en una segunda opción para los empresarios, podría deberse a la poca información que estos tienen sobre las bondades que ofrece la ley que rige, de las ventajas que dicho mercado les ofrece; como también el cambio de actitud que debe darse en ellos, para dar paso a nuevos inversionistas.

Para determinar el o los motivos por los cuales no se ha considerado como primera opción al mercado de valores, se realizará un análisis de los principales factores que influyen en la decisión de escoger un financiamiento determinado, esto es: costos, tiempo, tamaño del mercado, desconocimiento de los potenciales emisores y cultura de inversión.

La investigación analizará estos factores, realizando comparaciones con los costos y tiempos entre adquirir deudas bancarias en sus diferentes formas u optar por la alternativa de acudir al mercado de valores.

Se realizarán encuestas a operadores de valores, quienes son los que mantienen el contacto permanente entre los emisores y compradores de los títulos de deuda. Esta información es clave porque permite obtener datos de primera fuente.

Finalmente se hará un análisis general para determinar cuan graves son las barreras en el proceso de adquirir financiamiento por parte de las empresas y sus posibles soluciones.

Este trabajo pretende dar un aporte hacia el conocimiento y apertura de nuevas opciones de financiamiento, explicar las bondades del mercado bursátil y tratar de que un nicho de financiamiento que en otras partes se utiliza en forma permanente, sea conocido y aprovechado por los empresarios nacionales.

1.2 HIPOTESIS

1.2.1 PRIMERA HIPOTESIS

La principal barrera que encuentra un posible emisor, es la falta de información de los procesos de emisión de títulos valores, que se agudiza por el poco interés de los empresarios en averiguar sobre este método de financiamiento.

1.2.2 SEGUNDA HIPOTESIS

Los representantes de las empresas no buscan financiamiento por medio de este mecanismo por desconocimiento del funcionamiento del mismo, por falta de transparencia de las empresas en sus estados financieros; y, la poca apertura de capital, como de información.

1.3 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

1.3.1 OBJETIVO GENERAL

- Determinar cuáles son las mayores barreras que enfrentan las empresas en el proceso de conseguir financiamiento en el Mercado de Valores.

1.3.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS

- Determinar cuáles son los costos de emisión de deuda para las empresas.
- Determinar el tiempo que se demora la emisión de un título de deuda en el Mercado de Valores.
- Analizar el grado de predisposición a nuevas alternativas de inversión.
- Determinar los cambios estructurales que logren incentivar a las empresas a emitir deuda por medio del Mercado de Valores.

1.4 TIPO DE ANALISIS

Enfoque Cualitativo: Mediante encuestas a actores del mercado.

Enfoque Cuantitativo: Análisis, estadísticas a través de recolección de información de las distintas instituciones.

1.5 INFORMACIÓN

Información primaria: Encuestas a empresas y operadores de valores.

Información secundaria: Estadísticas y datos recopilados de la Superintendencia de Compañías, Superintendencia de Bancos y Seguros, Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, Banco Central del Ecuador, entre otras.

CAPITULO II

2. BANCA NACIONAL COMERCIAL, DE DESARROLLO Y BANCA INTERNACIONAL

OBJETIVO:

Brindar los conceptos claros sobre las alternativas de financiamiento en el mercado nacional e internacional y establecer las opciones que el sistema financiero otorga a las empresas, esto con el fin de sentar las bases para determinar los incentivos y las facilidades que las empresas tienen para acceder a los mercados bancarios locales e incluso internacionales dependiendo del tamaño de las empresas.

2.1 BANCA COMERCIAL NACIONAL

2.1.1 DEFINICIÓN:

Organismo que forma parte del sistema financiero, cuya característica principal es la intermediación en el comercio del dinero y del crédito, en el cual actúan captando recursos del público para obtener fondos a través de depósitos o cualquier otra forma de captación, con el objeto de utilizar los recursos obtenidos, total o parcialmente, en operaciones de crédito e

inversión. Su vigilancia la ejerce un organismo superior de control de bancos que en el Ecuador es la Superintendencia de Bancos y Seguros.¹

Los Bancos podrán efectuar las siguientes operaciones de acuerdo al Artículo 51 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero:

- Recibir recursos del público en depósitos a la vista, obligaciones bancarias exigibles mediante la presentación de cualquier mecanismo de pago y registro y cualquier otro exigible en un plazo menor a treinta días.
- Depósitos a plazo, obligaciones financieras exigibles al vencimiento de un período no menor de treinta días.
- Asumir obligaciones por cuenta de terceros.
- Emitir obligaciones y cédulas garantizadas con sus activos y patrimonio.
- Recibir préstamos y aceptar créditos de instituciones financieras del país y del exterior.
- Otorgar préstamos hipotecarios, prendarios o quirografarios.
- Conceder créditos en cuenta corriente.
- Negociar documentos que representen obligación de pago creados por ventas a crédito; así como el anticipo de fondos con respaldo de los documentos referidos.
- Negociar documentos resultantes de operaciones de comercio exterior.

¹ Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, Título I, artículo 2.

- Negociar títulos valores y descontar letras documentarias sobre el exterior, o hacer adelantos sobre ellas.
- Constituir depósitos en instituciones financieras del país y del exterior.
- Adquirir, conservar o enajenar valores de renta fija y otros títulos de crédito establecidos en la Ley de Mercado de Valores, Código de Comercio y otras leyes; podrán igualmente realizar otras operaciones propias del mercado de dinero; podrán participar directamente en el mercado de valores extrabursátil.
- Efectuar por cuenta propia o de terceros operaciones con divisas, contratar reportos y arbitraje sobre estas y emitir o negociar cheques de viajeros.
- Efectuar servicios de caja, tesorería.
- Efectuar cobranzas, pagos y transferencias de fondos, así como emitir giros contra sus propias oficinas o las de instituciones financieras nacionales o extranjeras.
- Recibir y conservar objetos muebles, valores y documentos en depósito para su custodia y arrendar casilleros o cajas de seguridad para depósitos de valores.
- Actuar como emisor u operador de tarjetas de crédito, débito o tarjetas de pago.
- Efectuar operaciones de arrendamiento mercantil de acuerdo a las normas previstas en la ley.
- Comprar, edificar y conservar bienes raíces para su funcionamiento, sujetándose a las normas generales expedidas por la Superintendencia y enajenarlos.

- Adquirir y conservar bienes muebles e intangibles para su servicio y enajenarlos.
- Comprar o vender minerales preciosos acuñados o en barra.
- Emitir obligaciones con respaldo de la cartera de crédito hipotecaria o prendaria propia o adquirida, siempre que en este último caso, se originen en operaciones activas de crédito de otras instituciones financieras.
- Garantizar la colocación de acciones y obligaciones.
- Efectuar inversiones en el capital social de sociedades de servicios financieros o auxiliares, así como las subsidiarias del país o del exterior.
- Efectuar inversiones en el capital de otras instituciones financieras con las que hubieren suscrito convenios de asociación.

2.1.2 TIPOS DE CRÉDITO

Según la circular SBS-INIF-2005-067 emitida por la Superintendencia de Bancos el 6 de enero de 2005 se dispuso la estandarización de los conceptos básicos para la definición del Tipo de Crédito, estableciendo la Matriz de Clasificación de los Créditos que se presenta a continuación:

MATRIZ DE CLASIFICACION DE LOS CREDITOS			
	CARATERISTICAS DE CLIENTES		CARACTERISTICAS DE LOS CREDITOS
	FUENTE DE PAGO	TIPO DE CLIENTE	DESTINO
COMERCIALES O CORPORATIVOS	Ventas o ingresos brutos generados por la actividad financiada, patrimonio del deudor o garante.	Personas naturales o jurídicas.	Actividades productivas y de comercialización o prestación de servicios a mediana y gran escala, con ventas superiores a los USD 100,000.00 anuales.
DE CONSUMO	Sueldos, salarios, honorarios o rentas.	Personas naturales.	Adquisición de bienes o pago de servicios.
DE VIVIENDA	Sueldos, salarios o rentas.	Personas naturales.	Adquisición, construcción, reparación, remodelación, y mejoramiento de vivienda propia.
MICROCREDITOS	Ventas o ingresos brutos generados por la actividad financiada, o por los ingresos de la unidad familiar microempresaria.	Personas naturales no asalariadas, personas jurídicas o unidades familiares, o grupos con garantía solidaria.	Actividades productivas y de comercialización o prestación de servicios a mediana y gran escala, con ventas de hasta USD 100,000.00 anuales.

Fuente: Superintendencia de Bancos

Cuadro 2.1

Para esta investigación se utilizará comparaciones de costos de financiamiento, y para ello se tomará como referencia el crédito Comercial o Corporativo, ya que las empresas que acceden a este crédito son las que

pueden obtener financiamiento internacional o a través del Mercado de Valores.

2.1.3 REQUISITOS PARA OBTENER CRÉDITO²

Para obtener crédito los bancos Internacional y del Pacífico en conjunto solicitan los siguientes documentos:

- Ser cliente del banco.
- Llenar los formularios internos del banco.
- Copia de la cédula de ciudadanía y certificado de votación del o de los Representantes Legales.
- Copia nombramiento actualizado del o de los Representantes Legales de la empresa.
- Registro Único de Contribuyentes, RUC.
- Documentos que acrediten la constitución y existencia legal actualizada de la empresa.
- Certificado de la Superintendencia de Compañías de encontrarse al día con las obligaciones a dicha Institución.
- Certificado de cumplimiento de obligaciones ante el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social.
- Copia de los estados financieros de los últimos años y corte más próximo del presente ejercicio económico.
- Declaración del impuesto a la Renta de los últimos años.

² www.bancointernacional.com.ec/bcointernacional/pasos.jsp?caract=r&ID=13,
www.bancodelpacifico.com

- Certificados bancarios y comerciales.
- Presentar garantías reales.
- No estar reportado en la central de riesgo.

2.1.4 CONDICIONES DE CREDITO

Monto y garantía:

De acuerdo al Artículo 72 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, ninguna institución financiera podrá realizar operaciones activas y contingentes con una persona natural o jurídica por una suma que exceda el diez por ciento del patrimonio técnico de la institución. Este límite se elevará al veinte por ciento, si lo que excede del diez por ciento, corresponde a obligaciones caucionadas con garantía de bancos nacionales o extranjeros de reconocida solvencia o por garantías adecuadas admitidas como tales.

Los límites de créditos establecidos, se determinarán a la fecha de aprobación original de la operación de crédito; y, en ningún caso, la garantía adecuada podrá tener un valor inferior al ciento cuarenta por ciento de la obligación garantizada.

El conjunto de las operaciones de crédito, en ningún caso podrá exceder del doscientos por ciento del patrimonio del sujeto de crédito, salvo que existiesen garantías adecuadas que cubran por lo menos el ciento veinte por ciento.

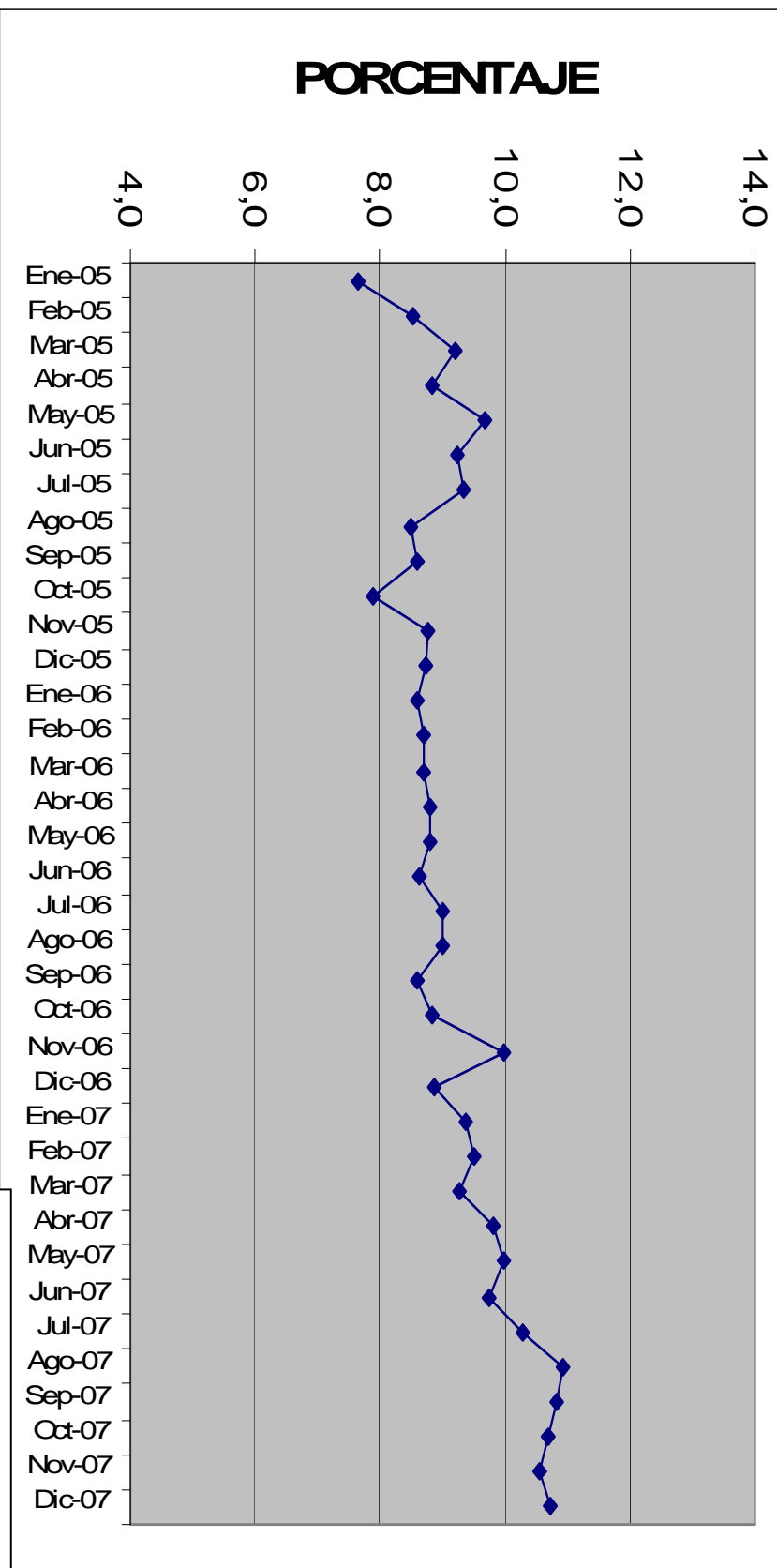
Se exceptúan de los porcentajes las siguientes operaciones:

- Los créditos destinados al financiamiento de las exportaciones luego de realizado el embarque, que tuviesen la garantía de créditos irrevocables, abiertos por bancos de reconocida solvencia del exterior.
- Las cartas de crédito confirmadas de importación y las garantías en moneda nacional o extranjera que se emitan con respaldos de contra garantías adecuadas, admitidas como tales, mediante normas de carácter general expedidas por la Superintendencia.
- Las garantías otorgadas por cuenta y riesgo de instituciones del sistema financiero privado del exterior, de reconocida solvencia, siempre que cuenten con el respaldo documentario suficiente, en seguridad y a satisfacción de la institución mandataria.
- Las operaciones de crédito entre instituciones financieras, con las limitaciones que establezca la Superintendencia, previo informe del Directorio del Banco Central del Ecuador.

Tasa de Interés:

Para determinar la tasa de interés que pagan las empresas por un crédito en la banca nacional, se tomará la Tasa Activa Referencial ya que es igual al promedio ponderado de las tasas de operaciones de crédito entre 84 y 91 días, otorgados por todos los bancos privados, al sector corporativo.

TASAS DE INTERES ACTIVA REFERENCIAL



Realizado por: Berenice Miranda N

Gráfico 2.1 Muestra el desarrollo de la Tasa Activa Referencial desde el año 2005 al año 2007.

Fuente: Banco Central del Ecuador

Como se puede observar en el gráfico 2.1, las tasas de interés activa referenciales desde enero de 2005 a octubre del 2006 se mantuvieron en un rango de 9.66% y 7.64%, siendo el mes de mayo del 2005 el punto más alto y los meses de enero y octubre del 2005 los puntos más bajos; pero en el año 2006, comienza con una baja en las tasas de 0.14 puntos porcentuales, para volver a subir en el mes de febrero, manteniéndose hasta el mes de noviembre del 2006 donde hay una considerable subida; en diciembre del 2006 nuevamente vuelve a bajar, para tomar una tendencia alcista hasta diciembre del 2007, siendo la mayor subida en el mes de agosto del 2007; estos cambios en la tasa de interés son causados por los movimientos que se dan en la economía, tanto por situaciones de orden político, como por cambios en el manejo económico del país.

Para entender los cambios que sufrió la Tasa Activa Referencial desde el año 2005 se tiene:

En mayo del 2005, la causa que afectó a las tasas de interés fue la caída el 20 de abril del ex-presidente Lucio Gutiérrez, lo que produce incertidumbre por las políticas que vaya a adoptar el nuevo gobierno. Con el cambio de ministro de economía, Mauricio Yépez que mantenía finanzas ordenadas que dio como resultado una estabilidad económica; el economista Rafael Correa, ministro de Economía del nuevo régimen anunció entre otras cosas, el no pago de la deuda externa; y, realiza cambios a la ley del FEIREP, cuyos fondos en su mayoría servían para asegurar el pago de la deuda externa. Esta política provocó que los mercados

financieros nacionales como internacionales tengan más cautela en los préstamos, incidiendo estas decisiones en la subida de las tasas de interés.

El cambio de ministro de economía y sustitución por Magdalena Barreiro, quien provoca una reapertura al diálogo, que con el anterior ministro estaban cerrados, con el Fondo Monetario Internacional, el Banco Interamericano de Desarrollo, la Corporación Andina de Fomento, el Banco Mundial, entre otras entidades multilaterales; los diálogos y acuerdos con la nueva ministra, permiten los desembolsos de los créditos que se encontraban suspendidos y ocasiona que en el mes de octubre, bajen las tasas de interés y por ende también la tasa activa referencial.

El año 2006 comienza con un pequeño descenso en las tasas, de acuerdo al gráfico 2.1, pero en el mes de febrero sube en 0.10 puntos porcentuales, esta alza podría deberse a la inflación, a pesar de que existió un error en el cálculo que luego fuera corregido; en el mes de marzo, se mantiene la misma tasa que en el mes anterior; y, en los siguientes meses la tasa activa referencial no sufrió cambios considerables hasta el mes de agosto; mes en el cual, se vivía un ambiente electoral; y, en el mes de noviembre el alza es considerable, a consecuencia de que ya se eligió al nuevo gobierno y se conocían las políticas que había tomado cuando fue Ministro de Economía.

El 2006 fue un año electoral; sin embargo las tasas no sufrieron mucha variación hasta cerca de finales del año; pero, por la incertidumbre que siempre generan las

elecciones y sobre todo por el cambio de gobierno, como lo menciona Mauricio Pozo ex ministro de economía: “Para este año se avizora mayor inflación, menor crecimiento económico, menor liquidez para créditos, tasas de interés similares a las de 2005, con tendencia al alza y la postergación de nuevas inversiones, por la incertidumbre que genera el año electoral.”³.

El año 2007, comienza con nuevo gobierno que plantea una consulta popular para la realización de una asamblea constituyente, la cual equivalió a una tercera ronda electoral; la consulta popular fue el 15 de abril del 2007; y, trajo como consecuencia un alza en las tasas de abril y mayo. El alza más notable se da en el mes de agosto, a consecuencia de la “Ley de Justicia Financiera” que busca entre otras cosas, regular los costos efectivos que cobran las instituciones financieras, por los créditos incorporándolas en las tasas de interés y estableciendo un nuevo mecanismo de fijación de las tasas máximas que se pueden cargar a un préstamo. Ley que como lo indica Fernando Pozo⁴ (Presidente del directorio de la Asociación de Bancos Privados del Ecuador) quedó derogada por el Tribunal Constitucional declarándole inconstitucional; y, quedó a cargo del Directorio del Banco Central la fijación de las tasas de interés.

Pero la tasa de interés activa referencial, no mide el verdadero costo del dinero, porque no toma en cuenta las comisiones de las entidades bancarias; también ha perdido su representatividad por considerar únicamente las tasas para las empresas

³ Revista Infomercados. “Vicisitudes económicas de un año electoral”. Artículo del mes de mayo del 2006. Pág. 52.

⁴<http://www.eluniverso.com/2008/01/03/0001/9/2880162B49334568A8564016CDB86544.aspx>

de más de USD 5 millones en ventas y sólo plazos de 84 – 91 días, como indica el Banco Central del Ecuador en su artículo Evolución del crédito y tasas de interés del mes de octubre del 2005, Por estas razones se podría decir, que la Tasa Activa Referencial no representaba el costo real del crédito; pero, nos brinda una visión de los créditos a grandes empresas con la cual podremos comparar posteriormente con créditos internacionales.

A continuación se mostrará las comisiones que algunos bancos publicaban hasta junio del 2007 en sus páginas web; esto posibilitará saber el verdadero costo del dinero para las empresas, tomando los datos del mencionado mes:

Cuadro 2.3

Banco	Comisión por Administración de Crédito	Tipo de Crédito
Pacífico	2%	Corporativo
Guayaquil	3%	Multicrédito
Internacional	1.50% - 4.50% *	Comercial
Machala	Hasta 4% *	Corporativo

*Depende del monto y plazo del crédito

Realizado por: Berenice Miranda N.

Si tomamos la tasa activa referencial del mes de junio del año 2007 que fue del 9.74% y le sumamos la comisión más alta que corresponde a la del Banco de Machala que sería del 4%; tenemos:

Tasa: 9.74%

Comisión: 4.00%

Costo del Dinero: 13.74%

Así se tendría que el costo del dinero para un crédito corporativo dado por el Banco de Machala con plazo de 90 días, es de 13.74%.

Hasta mediados del mes de julio del 2007, la tasa activa referencial no mide el verdadero costo del dinero ya que no tomaba en cuenta las comisiones de las entidades bancarias; a partir del mes de agosto del 2007 la tasa de interés debe considerar ya la comisión bancaria sin que esta tasa sea superior a la tasa efectiva máxima del sector.

Desde del mes de agosto, se cambia el concepto de la tasa activa referencial a tasa activa efectiva referencial para el segmento comercial corporativo.

La tasa activa efectiva referencial, corresponde al promedio ponderado por monto; tomando la totalidad de las tasas de interés efectivas pactadas en las operaciones de crédito, concedidas por las instituciones del sistema financiero privado obligadas a remitir la información al Banco Central del Ecuador⁵.

Como podemos observar, la tasa activa referencial con comisiones para un crédito corporativo dado por el Banco de Machala llega al 13.74%; si la comparamos con la tasa activa efectiva referencial del mes de diciembre del 2007, que fue del 10,72%, podemos observar que la tasa es menor en 3.02 puntos porcentuales; pero si

⁵ <http://www.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Regulaciones/regulacion148-2007.pdf>

comparamos con la tasa efectiva máxima Comercial Corporativo, que fue del 12.28%, vemos que la diferencia entre las tasas, no es muy considerable.

Claro está, que en esta comparación solo se ha tomado la tasa de interés referencial para el sector corporativo. Si se observa las tasas efectivas referenciales de los otros sectores y las tasas efectivas máximas, se podrá apreciar la gran diferencia entre estas; y tenemos:

Tasas Efectivas según el sector del mes de diciembre de 2007.

Tasa Activa Efectiva Referencial Comercial Corporativo	10.72
Tasa Activa Efectiva Referencial Comercial PYMES	13.15
Tasa Activa Efectiva Referencial Consumo	18,00
Tasa Activa Efectiva Referencial Consumo Minorista	21.23
Tasa Activa Efectiva Referencial Vivienda	12.13
Tasa Activa Efectiva Referencial Microcrédito Acumulación Ampliada	23.50
Tasa Activa Efectiva Referencial Microcrédito Acumulación Simple	31.55
Tasa Activa Efectiva Referencial Microcrédito de Subsistencia	41.47

Del cuadro anterior se deduce que la menor tasa efectiva referencial corresponde a la Corporativa; y, la mayor es la del microcrédito de subsistencia; siendo la brecha entre estas dos tasas de 30.75 puntos porcentuales, lo que muestra que las

mayores comisiones que los bancos cobraban, era en este tipo de créditos; como menciona la Corporación Centro de Estudios y Análisis de la Cámara de Comercio de Quito “(...) disminución de las tasas que incluyen a las categorías de mayor poder adquisitivo; mientras que los otros segmentos reflejan un aumento en sus tasas, puesto que involucran mayor riesgo.”⁶

Para efectos de esta investigación se tomará la tasa activa efectiva referencial comercial corporativo desde el mes de su implementación, mes de agosto, hasta el final del año 2007.

Plazo:

En el artículo, Evolución del crédito y tasa de interés del mes de mayo del 2007, el Banco Central del Ecuador entre sus comparaciones, analiza la evolución de las captaciones por tipo de instrumento financiero y evidencia la alta preferencia de la gente de mantener recursos líquidos. “Los depósitos a la vista y los de ahorro representan el 70% del total de las captaciones, composición que no ha variado significativamente desde finales del año pasado. En mayo de 2006, por cada dólar depositado a plazo, había 2.27 dólares en depósitos a la vista y ahorro, mientras que en mayo del año 2007 esta relación aumentó a 2.33 dólares.

La estructura porcentual de los depósitos a plazo tampoco ha cambiado de modo significativo en el 2007. Para el mes de mayo 2007, el 59% se encontraba colocado

⁶ <http://www.ccq.org.ec/documentos/CEASM31.pdf>

a un plazo de 1 a 90 días, al igual que en mayo del 2006⁷, lo que provoca que los bancos no puedan brindar créditos a largo plazo.

Por las normas de Basilea, con respecto a las regulaciones prudenciales y requerimientos, los supervisores deben estar satisfechos con los riesgos que los bancos pueden tener, en estos el mayor riesgo es el de crédito. Los bancos no pueden prestar a más plazo de lo que captan.

Al existir mayores captaciones de los bancos en depósitos a la vista y a plazo de 90 días; éstos no podrán brindar montos considerables de créditos a plazos mayores a los 90 días. Además por Resolución de la Superintendencia de Bancos y Junta Bancaria, en el cálculo de liquidez dispuesto en el título VII, subtítulo VI, capítulo II, los bancos deben tener un buen nivel del indicador de liquidez, mientras más alto el índice, mejor; para atender el pago de pasivos exigibles.

La tasa de interés depende del plazo y el monto en que se contrate el crédito; así, a mayor monto y plazo mas alta será la tasa de interés.

Para ver la variación de las tasas de interés con respecto al plazo tenemos la información que el Banco Central del Ecuador brinda en la información estadística mensual No. 18570 del mes de diciembre del 2007 y así tenemos las tasas desde enero del año 2005, hasta las de julio 2007; las operaciones de crédito con su respectivo plazo y la tasa de interés correspondiente:

⁷<http://www.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/BoletinTasasInteres/ect200705.pdf>

PeríodoNo. de días		OPERACIONES DE LIBRE CONTRATACION											
		Sector corporativo						Otras operaciones activas					
		1- 29	30-83	84-91	92-175	176-360	361 o más	1-29	30-83	84-91	92-175	176-360	361 o más
2005	Enero	6,52	8,50	8,09	8,56	9,09	8,67	12,03	11,89	11,64	11,59	11,55	11,24
	Febrero	6,42	9,08	9,01	9,03	8,58	9,24	10,77	11,95	11,48	11,64	11,38	11,42
	Marzo	6,08	9,15	8,34	8,89	8,38	9,28	11,95	12,12	11,75	11,57	11,54	11,53
	Abril	6,31	8,15	9,47	9,28	7,69	9,76	9,62	12,57	12,00	11,86	12,02	12,00
	Mayo	8,17	8,63	9,56	9,72	8,70	9,30	10,93	12,45	12,10	11,69	11,72	11,89
	Junio	7,27	8,34	9,07	8,03	8,97	9,19	11,26	12,66	11,86	11,55	11,83	11,71
	Julio	8,07	8,20	9,13	8,42	8,41	9,49	9,71	12,47	11,96	11,10	11,78	11,74
	Agosto	6,12	9,37	8,59	9,07	8,83	9,10	10,77	12,54	12,06	11,74	11,85	11,71
	Septiembre	5,80	9,22	7,84	8,74	8,29	9,14	10,08	12,87	11,69	11,62	11,61	11,51
	Octubre	6,49	8,45	8,47	9,20	8,72	9,53	10,26	12,09	11,80	11,42	11,41	11,51
	Noviembre	6,68	8,29	9,11	8,76	8,39	8,59	10,32	11,71	11,33	11,01	11,38	11,51
	Diciembre	6,31	8,31	8,59	8,88	8,57	8,54	9,91	11,63	11,72	11,07	11,07	11,50
2006	Enero	6,83	9,11	8,34	9,09	8,81	8,33	9,83	11,92	11,69	10,56	11,52	11,68
	Febrero	6,36	8,91	8,76	8,10	8,46	9,04	9,99	10,92	11,34	10,74	11,19	11,19
	Marzo	7,59	8,12	8,80	8,80	8,87	8,95	9,86	11,36	11,44	10,83	11,32	11,54
	Abril	6,78	8,69	8,63	8,73	8,27	8,71	9,85	10,43	11,60	10,64	11,05	11,40
	Mayo	6,25	8,20	8,61	8,37	7,70	8,47	9,11	11,06	10,95	10,35	10,88	11,13
	Junio	6,28	8,54	8,90	8,68	8,59	8,16	9,18	11,77	11,46	10,80	11,19	11,55
	Julio	6,56	7,54	8,82	9,05	8,53	8,88	9,34	11,24	11,49	11,23	11,13	11,48
	Agosto	6,60	8,56	9,04	8,23	8,58	8,71	9,39	11,55	11,27	10,70	11,02	11,52
	Septiembre	7,12	8,54	8,34	8,65	8,20	9,54	9,06	11,31	11,67	10,91	11,19	11,78
	Octubre	6,77	8,85	9,17	8,56	8,58	9,43	9,40	11,52	11,57	10,88	11,34	11,50
	Noviembre	7,20	8,60	8,99	8,88	8,62	9,52	9,79	11,28	11,34	11,13	11,19	11,49
	Diciembre	6,85	9,08	9,27	8,97	8,60	8,41	8,97	11,31	10,93	11,51	11,42	11,35
2007	Enero	7,59	9,41	9,12	8,82	9,08	9,60	9,73	12,54	11,51	10,37	12,02	12,19
	Febrero	7,59	9,64	9,21	9,49	8,95	9,82	11,10	11,93	11,56	11,35	11,25	12,16
	Marzo	7,88	9,64	9,72	9,34	9,31	10,18	9,56	11,63	12,04	11,46	11,41	12,42
	Abril	8,66	9,59	9,86	9,56	10,03	10,04	9,89	12,31	10,70	11,24	11,53	12,38
	Mayo	8,42	9,51	9,79	9,51	9,84	9,59	9,97	12,48	12,44	11,55	11,96	12,71
	Junio	8,67	9,74	9,89	9,62	9,86	9,42	10,06	12,81	12,72	12,20	12,35	13,07
	Julio	9,47	10,09	10,38	9,73	10,42	9,72	10,62	12,13	11,29	11,67	12,26	12,31

Fuente y realización: Banco Central del Ecuador

Cuadro 2.4

Como se puede observar, las tasas de interés son más bajas para el sector corporativo y con un menor plazo; estas van subiendo conforme el plazo se va ampliando; y, la tasa de interés más alta corresponde a las otras operaciones activas a un plazo superior a los 361 días y son más altas para las otras operaciones activas diferentes al corporativo.

Tiempo:

El tiempo aproximado para que una empresa pueda acceder a un crédito es de ocho días laborables, claro está, que este tiempo corre desde la entrega de la totalidad de los documentos que la institución financiera pide y de la institución financiera.

Por su parte, después de la crisis bancaria del año 1999, las instituciones del sistema financiero nacional han buscado demostrar que son instituciones sólidas y confiables. Sin la confianza de los ahorristas, estas instituciones no podrían funcionar; por este motivo, las instituciones financieras se han concentrado en mejorar sus calificaciones de riesgo y anunciarlas cuando las mismas, demuestran que las instituciones financieras han mejorado en sus índices y por ende ha mejorado su eficiencia, liquidez y rentabilidad. A pesar de los esfuerzos por ser más rentables, estables y sólidos, como se menciona en la revista Perspectiva, en el artículo “Año turbulento de la banca”, no se ha visto traducido en la reducción de costos.

2.2 BANCA DE DESARROLLO

2.2.1 BANCO NACIONAL DE FOMENTO ⁸

Es una entidad financiera de desarrollo que tiene como política específica financiar la producción de corto y mediano plazo. El Banco busca facilitar recursos a pequeños productores.

2.2.1.1 REQUISITOS PARA OBTENER CRÉDITO ⁹

Personas Naturales

- Copia de la cédula de ciudadanía actualizada y certificado de votación de solicitante y de su cónyuge.
- Registro Único de Contribuyentes, RUC de ser pertinente
- Documentos que acrediten que el solicitante y garante posean bienes.
- Proformas o cotizaciones de casa comerciales o proveedores de las inversiones a realizar con el préstamo.
- El solicitante que opte por un crédito superior a los USD 50.000, deberá presentar un proyecto de factibilidad, justificando mediante un estudio financiero, la viabilidad del proyecto.
- En el caso de obras de infraestructura presentar el presupuesto de construcción que deberá ser otorgado por un profesional.

⁸ <http://www.bnf.fin.ec/?t=empresas&s=1&a=14>

⁹ <http://www.bnf.fin.ec/index.php?t=empresas&s=3&a=20>

- Contrato de arriendo legalizado o copias de escrituras del lugar donde se desarrollará la inversión.
- Tener cuentas corriente o de ahorros en el Banco Nacional de Fomento y mantenerlas activas.
- Para el caso de préstamos con garantía hipotecaria, presentar copia certificada de las escrituras de la propiedad.
- En préstamos pecuarios se debe presentar el certificado de registro de marca conferido por la FEDEGAN, AGSO y/o CONEFA, como también el certificado de vacunación contra la Fiebre Aftosa.

Persona Jurídicas

- Tener cuentas corriente o de ahorros en el Banco Nacional de Fomento y mantenerlas activas.
- Copia de la cédula de ciudadanía y certificado de votación del Representante Legal.
- Copia nombramiento actualizado del o de los Representantes Legales de la empresa.
- Registro Único de Contribuyentes, RUC.
- Documentos que acrediten la constitución y existencia legal actualizada de la empresa.
- Certificado de la Superintendencia de Compañías de encontrarse al día con las obligaciones a dicha Institución.

- Copia de los estados financieros presentados a la Superintendencia de Compañías, del último ejercicio económico.
- Autorización de la Junta General de Accionistas, para la contratación del préstamo, indicando el monto y destino, así como para gravar los bienes de la empresa a favor del Banco Nacional de Fomento.
- Certificado del IESS en el que conste que las obligaciones patronales se encuentran al día.

Requisitos Específicos

- Cotizaciones de casas comerciales o proveedores de las inversiones a realizar con el préstamo.
- En el caso de obras de infraestructura presentar el presupuesto de construcción que deberá ser otorgado por un profesional.
- Contrato de arriendo legalizado o copias de escrituras del lugar donde se desarrollará la inversión.
- En el caso de un préstamo pecuario se debe presentar el certificado de registro de marca conferido por el CONEFA, como también el último certificado de vacunación.
- Para crédito de la CFN a través del Banco Nacional de Fomento, el solicitante deberá demostrar que posee capacidad técnica y financiera para desarrollar el Plan de Inversiones Propuesto.

2.2.1.2 CONDICIONES DE CREDITO ¹⁰

¹⁰ <http://www.bnf.fin.ec/index.php?t=empresas&s=3&a=105>

Medianos Productores – Fondos Propios: Financiamiento el 80% de las inversiones a realizarse, el 20% restante constituirá el aporte del cliente en efectivo o especie.

Monto: Para actividades comerciales hasta USD 10,000.00.
Para actividades productivas hasta USD 15,000.00.
Para organizaciones campesinas legalmente constituidas hasta USD 120,000.00.

Plazo: Para capital de trabajo hasta 18 meses.
Para ganado bovino, aves o mantenimiento de cultivos hasta 24 meses.
Para activos fijos hasta 48 meses.
Para actividades comerciales hasta 24 meses.

Tasa de interés: Cliente A la tasa es del 13,50%.
Cliente B la tasa es del 13,75%.
Cliente C la tasa es del 14,00%.

Forma de Pago: Mensual, bimensual o trimestral, según lo contratado.

Garantía: Manteniendo la relación garantía – préstamo igual o mayor del 140%
Quirografaria hasta USD 2,000.00.
Hipotecaria de USD 3,001.00 a USD 15,000.00.

2.2.2 CORPORACIÓN FINANCIERA NACIONAL

Es una institución financiera pública autónoma que impulsa el crecimiento sostenido del sector productivo privado y el desarrollo sustentable del país. A través del Sistema Financiero Nacional, la Corporación Financiera Nacional ofrece la siguiente facilidad de crédito:¹¹

2.2.2.1 CRÉDITO DIRECTO PARA EL DESARROLLO

2.2.2.1.1 DESTINO DEL CRÉDITO¹²

- Activos fijos: Incluye financiación de terrenos, inmuebles y construcción.
- Capital de trabajo: Excluyendo gastos no operativos.
- Asistencia Técnica.

2.2.2.1.2 CONDICIONES DE CRÉDITO¹³

Monto: Desde 50.000,00 hasta USD 2.000.000,00. Valor a financiar hasta el 70% del valor del proyecto.

Plazo: Activos Fijos: 10 años.
Capital de Trabajo: 2 años.

¹¹ <http://www.cfn.fin.ec/temp/>

¹² <http://www.cfn.fin.ec/temp/>

¹³ <http://www.cfn.fin.ec/temp/>

Asistencia Técnica: 2 años.

Tasa de Interés: Con base a la tasa pasiva referencial del Banco Central del Ecuador reajutable cada 90 días.

Para el mes de diciembre las tasas para el crédito directo para el desarrollo fueron:

Plazo	Tasa Efectiva
1	9.41%
2	9.73%
3	9.89%
4	10.01%
5	10.14%
6	10.24%
7	10.33%
8	10.37%
9	10.40%
10	10.44%

Garantía: Negociada con la CFN y el Cliente; de conformidad con lo dispuesto en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero. Dichas garantías no podrán ser inferiores al 140% de la obligación garantizada.

2.2.2.2 MULTISECTORIAL

2.2.2.2.1 DESTINO DEL CRÉDITO ¹⁴

Persona natural o persona jurídica privada, legalmente establecida en el país, que necesite financiamiento para:

- Activos fijos: Incluye financiación de terrenos, inmuebles y construcción.
- Capital de trabajo: Excluyendo gastos no operativos.
- Asistencia Técnica.
- Construcción proyectos habitacionales.

2.2.2.2.2 CONDICIONES DE CRÉDITO ¹⁵

Monto: Máximo de USD 2,000,000.00.

Plazo: Activo Fijo: 10 años.

 Capital de Trabajo: 2 años.

Tasa de Interés: Con base a la tasa pasiva referencial del Banco Central del Ecuador reajutable cada 90 días.

Amortización: A 30, 90 y 180 días.

¹⁴ <http://www.cfn.fin.ec/temp/>

¹⁵ <http://www.cfn.fin.ec/temp/>

Garantía: Hipotecarias negociada entre la Institución Financiera Intermediaria y el Beneficiario Final, de al menos el 140% del valor del crédito.

A pesar de que la Banca de Desarrollo busca el crecimiento y desarrollo del aparato productivo del país, estas instituciones, Banco Nacional de Fomento y Corporación Financiera Nacional, no han sido muy eficientes sobre todo en lo relacionado a la obtención y cobranza de los créditos.

Cuando la Corporación Financiera Nacional (CFN) era un banco de segundo piso; por la crisis bancaria de 1999, recibió documentos que se encontraban bajo la responsabilidad de los bancos privados. Al ocurrir el cierre de éstos la CFN se quedó con estos documentos pero sin las garantías, con el agravante de que en algunos casos los deudores eran empresas fantasmas; así las posibilidades de recuperación son casi nulas. “Según las proyecciones para este año, solo el 20% de esas deudas es recuperable y el 80% restante se lo considera una pérdida casi segura”¹⁶.

El gobierno actual, convirtió a la CFN en banco de primer piso, esto permite, que la institución puede dar créditos directos al público en general, es decir que a diferencia de cuando era banca de segundo piso, la CFN puede dar créditos sin la necesidad de una institución financiera adicional. A pesar de este cambio, la Corporación Financiera no ha dejado de actuar como banca de segundo piso.

¹⁶ www.hoy.com.ec/NoticiaNue.asp?row_id=199622

La eficiencia del Banco Nacional de Fomento, es puesta en duda cada vez que existen problemas con los agricultores y ganaderos por culpa de las heladas en la sierra y la sequía o el invierno en la costa.

La condonación de las deudas tanto de capital como de intereses de manera indiscriminada y decisiones desacertadas, “han causado un efecto negativo a su patrimonio, en aproximadamente USD 100 millones”¹⁷. Sin la debida reestructuración de las deudas, el nivel de morosidad no disminuirá como ya se ha visto en años anteriores, “la entidad registra un 14.72% de morosidad, lo cual significa deterioro de las finanzas”¹⁸. Pese a que el nivel de morosidad no ha disminuido, los agricultores y ganaderos presionan para que se les otorgue nuevos créditos y a veces la condonación de deudas a pesar que “la ley Trole 2 determinó la reestructuración de deudas pendientes de pago con el BNF, para cerrar las condonaciones”¹⁹.

El Banco Nacional de Fomento y la Corporación Financiera Nacional tienen como objetivo principal ayudar a los pequeños y medianos productores, pero sin la modernización de estas empresas este objetivo es el último que se puede cumplir.

Las empresas ecuatorianas, tienen varias opciones para financiar sus proyectos; los expuestos hasta ahora, se concentran en las alternativas que estas tienen en el

¹⁷ www.alide.org.pe/download/AsambleaAnt/Alide32/16-05_AGR_Rommel%20Acevedo.htm

¹⁸ Periódico El Mercurio. Edición del 24 de diciembre del 2005

¹⁹ Periódico El Mercurio. Edición del 1 de septiembre del 2006

mercado nacional, para tomar una decisión de cual opción es la mejor, ya sea por la banca comercial o por entidades financieras de desarrollo nacionales, dependerá de la empresa o del proyecto a financiarse.

Se puede decir, que la mejor opción de financiamiento para las grandes empresas es por medio de la banca comercial, ya que las entidades de desarrollo se preocupan más por ayudar a las medianas empresas y en su mayor parte a los pequeños productores, otorgando microcréditos para proyectos que ayuden al crecimiento sostenido del sector productivo, por este motivo los montos de créditos no son muy altos.

La tasa de interés depende del monto y el plazo del crédito, a mayor sean éstos, mayor será la tasa de interés, ya que se encuentra inmerso el factor riesgo de no pago y se ven afectadas por los movimientos políticos y económicos que tiene el país.

Por otra parte, los empresarios no solo deben tomar en cuenta la tasa de interés que se contrata, sino también los costos como comisiones de las instituciones bancarias; a pesar de que la tasa de interés desde el mes de agosto del 2007 ya debe tener inmersa la comisión bancaria, en vez de considerarlo en forma separada como se venía haciendo anteriormente; ésta no puede ser mayor a la máxima del sector y depende de cada institución.

Sin embargo las grandes empresas a parte de estas opciones también pueden buscar y acceder a créditos en Instituciones Financieras Extranjeras.

2.3 BANCA COMERCIAL INTERNACIONAL

2.3.1 DEFINICIÓN:

Los bancos comerciales, son instituciones financieras claves dentro del desarrollo de los países. En un mundo globalizado cada vez es más común que las corporaciones busquen financiamiento fuera de sus fronteras por diversas razones: Alto volumen de créditos, intereses más bajos, o conveniencia de moneda.²⁰

2.3.2 CARACTERÍSTICAS DE LOS CRÉDITOS INTERNACIONALES: ²¹

Para este tipo de créditos no existe una legislación internacional, pero existen legislaciones nacionales que regulan los mercados internacionales. Los créditos internacionales poseen algunas características propias que les son comunes, las cuales son:

1. Alto volumen de recursos financieros.
2. Son créditos sindicados, es decir, es un crédito concedido por un sindicato de varias instituciones financieras, por este motivo aparecen tres figuras:

²⁰ Luís Díez de Castro. "Ingeniería Financiera". Pág. 42,47

²¹ Luís Díez de Castro. "Ingeniería Financiera". Pág. 42,47

- Banco director: Es el encargado de organizar el crédito, buscar a los otros miembros del sindicato. Su función termina con la concesión del crédito.
 - Banco agente: Es el encargado de gestionar o administrar el crédito. Es el único autorizado que puede recibir los pagos por intereses y devolución de la deuda del deudor. Es frecuente que esta función lo haga el mismo banco director.
 - Banco participante o prestamista: Típico integrante de un sindicato.
3. El tipo de interés es siempre variable o flotante, para que las instituciones financieras se protejan de las oscilaciones de los tipos de interés, ya que los recursos son conseguidos en el mercado a corto plazo.
 4. Los créditos internacionales suelen estar divididos en tramos o fracciones.
 5. Son concedidos a instituciones importantes que ofrezcan por sí misma una gran garantía o cuenten con el aval de su Gobierno.
 6. Se pueden obtener tipos de interés bajos con relación a los créditos de cuantías menores.
 7. Son créditos respaldados por recursos financieros captados a corto plazo. Los créditos internacionales son créditos a largo plazo.
 8. Son públicos, debiendo anunciarse en la prensa.
 9. Pueden ser en una moneda o en varias.

2.3.3 REQUISITOS PARA OBTENER CRÉDITO ²²

²² <http://www.bac.net/honduras/esp/banco/corporativo/corcrelinea.html>

Para tener una idea de los documentos que en otros países piden, tomaremos los requisitos que el Banco de América Central pide para obtener un crédito, ya que este Banco posee sucursales en Guatemala, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Costa Rica, Panamá y Estados Unidos, dando una visión más ampliada que otro banco, que solo tenga sucursales en su país. Estos requisitos son:

- Contactar a un Ejecutivo de Crédito para la respectiva evaluación.
- Carta de solicitud de crédito, donde se detalle las características de transacción (propósito, monto y plazo)
- Presentación de información financiera de los tres últimos años fiscales, auditados y un corte reciente.
- Presentación de documentación legal.
- Presentación de un breve perfil de la empresa.
- Presentación de estudios de factibilidad cuando corresponda.

2.3.4 CONDICIONES DE CRÉDITO

Monto:

El monto para estos créditos, como se dijo anteriormente puede ser de mayor volumen que los que da la banca nacional.

Tasa:²³

Para los créditos internacionales debemos considerar los siguientes costos del dinero:

1. El tipo de interés el cual es variable y reajutable cada tres o seis meses.
2. Comisiones que generalmente pueden ser pagadas al comienzo de la operación o pagadas durante la vigencia del crédito de acuerdo con su evolución.
3. Tipo de cambio el cual influye aumentando o disminuyendo las cantidades tomadas a préstamo y los desembolsos realizados en la moneda del prestatario.

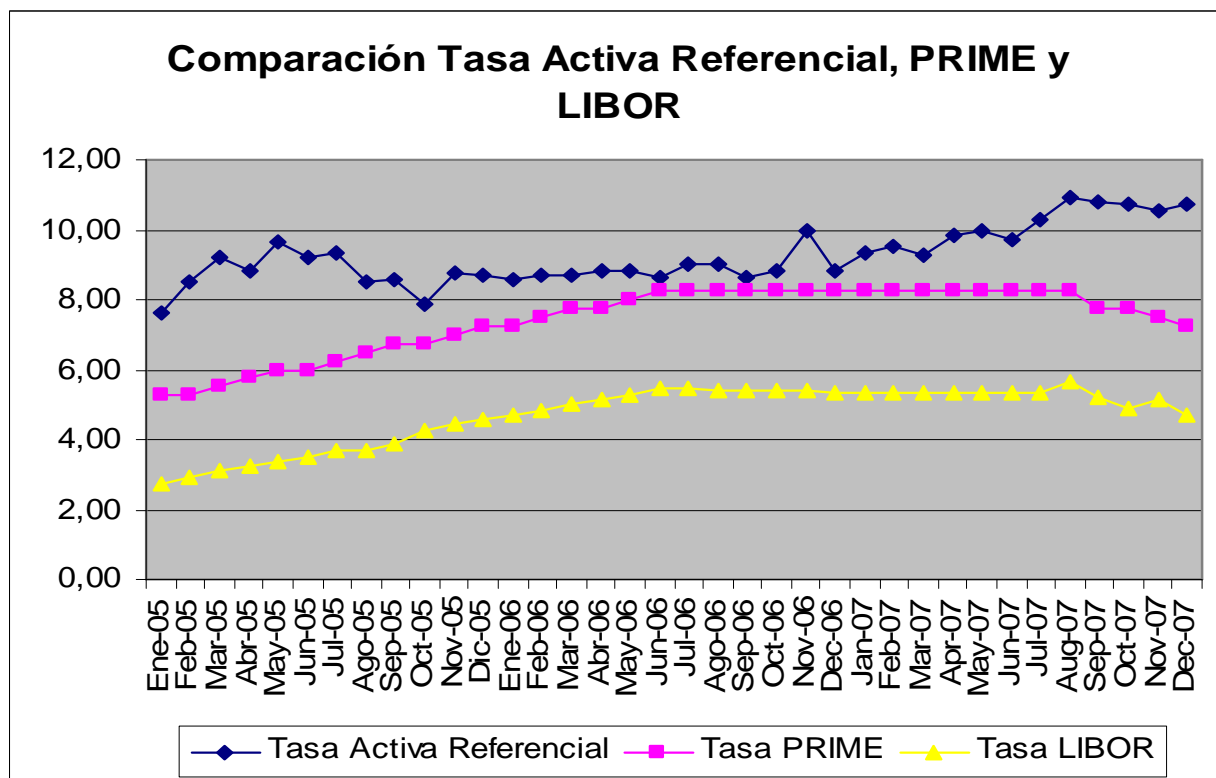
Plazo:²⁴

Como ya se mencionó en las características, los créditos internacionales son de largo plazo. Estos créditos no son operaciones habituales, las instituciones financieras no comprometen sus recursos permanentes, por eso acuden al mercado interbancario en busca de recursos financieros a corto plazo para otorgar créditos a largo plazo, por este motivo el tipo de interés es variable. La función de la institución financiera es en esencia la de mediador con poco riesgo.

²³ Luís Díez de Castro. "Ingeniería Financiera". Pág. 42,47

²⁴ Luís Díez de Castro. "Ingeniería Financiera". Pág. 45,46

Para el estudio nos enfocaremos en los costos del dinero, para la tasa de interés se tomará como referencia la tasa PRIME y la tasa LIBOR, ya que son las tasas referenciales de crédito en los mercados internacionales. La tasa PRIME nos da una visión del costo del crédito en los Estados Unidos de América y la podremos comparar con la Tasa Activa Referencial, la cual es la tasa de las operaciones de crédito otorgadas al sector corporativo, que nos da una visión del costo del crédito en el Ecuador y la tasa LIBOR (London Interbank Offered Rate) por ser la tasa utilizada en créditos externos.



Fuente: Banco Central del Ecuador
<http://www.consortio.com.uy/indicesLIBB.html>

Grafico 2.2 Muestra el desarrollo de las Tasas Activa Referencial, PRIME y LIBOR del año 2005 hasta el 2007.

Realizado por: Berenice Miranda N

Como se puede observar, las tasas PRIME y LIBOR son menores a la Tasa Activa Referencial; así que, no sólo estos créditos son buenos porque se puede acceder a mayores montos sino también porque se pueden conseguir mejores tasas de interés. Claro que en el gráfico 2.2, se puede apreciar un fenómeno interesante que ha venido ocurriendo en el período analizado; en el año 2005 las tasas de interés internacionales subieron debido a las políticas monetarias impuestas por la Reserva Federal de los Estados Unidos; y, para el año 2007 cambia la tendencia a la baja por problemas sobre todo en el sector inmobiliario en Estados Unidos, esta situación ha provocado un efecto en las tasas de interés globales.

Del gráfico se evidencia que, la tasa Activa Referencial es superior a las otras dos tasas; y el motivo, se da en virtud de que esta tasa aunque en la teoría no se dice, sin embargo en la práctica se ve afectada por el riesgo país, el riesgo del crédito, la inflación y sobre todo por la política económica que maneja el gobierno del país. A pesar de que las tasas PRIME y LIBOR históricamente mantenían un comportamiento estable; en el período de análisis se puede evidenciar que han sufrido incrementos constantes considerables, especialmente la tasa LIBOR que en poco más de un año casi se duplicó, para luego volver a un comportamiento estable.

La tasa activa referencial ha tenido un comportamiento irregular de subidas y bajadas hasta noviembre del 2005, para luego mantener una estabilidad alrededor del 9%. La irregularidad de esta tasa se debe a la inestabilidad

política del comienzo del período analizado y a la inestabilidad de las autoridades económicas del gobierno (3 ministros de economía en 7 meses). Para el último año se aprecia que la tasa vuelve a estar irregular y tomar una tendencia alcista provocada por las medidas tomadas por el nuevo gobierno, de las cuales la que más afectó a la tasa fue la prohibición de comisiones en los créditos.

Sin embargo, los empresarios que busquen obtener financiamiento en el extranjero, tienen que enfrentar a la dificultad de acceso a los mercados internacionales de crédito, como ya se dijo una de las características de estos créditos, son concedidos a instituciones importantes que puedan cubrir la garantía o en su defecto tengan el aval del Gobierno, y otra característica que deberán tomar en cuenta es que los créditos internacionales son anunciados a través de la prensa.

Otro elemento que afecta al costo del crédito es las comisiones; si tomamos como referencia los porcentajes que se indican en el libro Ingeniería Financiera de Luís Diez de Castro, el cual dice que para comisiones de tipo variable, la comisión puede oscilar entre 37,5 y 50 puntos básicos sobre las cantidades no dispuestas, más la comisión de agencia por gestión y mantenimiento del crédito que suele pagarse anualmente y son 10 puntos básicos sobre el total del préstamo, podemos determinar el costo real de las operaciones de crédito.

Se puede observar en el cuadro 2.2, que mientras la TAR esta bajando, la PRIME y la LIBOR están en ascenso, ocasionando que la diferencia entre ellas

sea más corta; pero los empresarios no sólo deben tomar en cuenta la tasa de interés ya que la diferencia más grande se encuentra en las comisiones entre la Banca Nacional (como se puede apreciar desde agosto del 2007 la diferencia entre las tasas es mayor, desde esta fecha la TAR debe considerar las comisiones bancarias) y la Banca Extranjera, lo que provoca un incremento en el costo del dinero en el Ecuador. Por este motivo las grandes empresas buscan financiamiento extranjero no solo por que pueden conseguir mayores montos si no por que pueden bajar sus costos financieros pagando tasas de interés más bajas y sobre todo pagando comisiones menores.

Para poder apreciar esta diferencia nos ayudaremos con un ejemplo tomando los datos de las tasas. (Tasa Activa Referencial, PRIME y LIBOR)

Supongamos que se hace un crédito por el valor de un millón de dólares, con un plazo de 2 años, con pago de interés semestral y pago de capital al vencimiento, tasa de interés será la TAR del último mes y comisiones del 3%.

Para la Banca Nacional tomamos la tasa activa referencial del mes de junio* y un promedio de las comisiones dadas en páginas anteriores.

* En este mes la TAR aun no se ve afectada por las comisiones.

Monto	1.000.000,00	Usd
Plazo	2	años
Tasa	9,74%	TAR
Comisiones	3,00%	Promedio
Pago Intereses	Semestral	2
Pago Capital	Vencimiento	

PERIODO	INTERES	CAPITAL	COMISIONES	CUOTA
0			30.000,00	-970.000,00
1	48.700,00	0		48.700,00
2	48.700,00	0		48.700,00
3	48.700,00	0		48.700,00
4	48.700,00	1.000.000,00		1.048.700,00

Costo del Crédito[♦] = 11,46%

El costo del Crédito aumenta debido a la comisión anticipada que el banco local cobraba, Pero desde agosto del 2007 por ley, las comisiones deben estar contempladas en las tasas de interés por lo que desde este mes los bancos no pueden cobrar comisiones por separado.

Si comparamos la tasa del ejercicio, con la tasa efectiva máxima referencial del sector corporativo (12.28%), vemos que es menor, eso quiere decir que esta tasa una institución financiera puede cobrar perfectamente por un crédito corporativo y con este simple ejercicio se ha comprobado que la TAR no tomaba en cuenta las comisiones bancarias.

Para poder comparar un crédito nacional con un extranjero tomaremos los mismos datos del ejemplo anterior, los datos que cambian serán, la tasa de interés y las comisiones.

[♦] Resultado de TIR del Flujo de la cuota.

Para la banca internacional tomamos la PRIME y las comisiones que se mencionaron anteriormente.

Monto	1.000.000,00	Usd
Plazo	2	años
Tasa	7,25%	PRIME
Comisiones	0,375%	Promedio
	0,100%	Anual Mantenimiento
Pago Intereses	Semestral	2
Pago Capital	Vencimiento	

PERIODO	INTERES	CAPITAL	COMISIONES	CUOTA
0			3.750,00	-996.250,00
1	36.250,00	0		36.250,00
2	36.250,00	0	1.000,00	37.250,00
3	36.250,00	0		36.250,00
4	36.250,00	1.000.000,00	1.000,00	1.037.250,00

Costo de Crédito[♦] = 7.55%

Con este simple ejercicio se puede apreciar que un crédito internacional es más barato que un crédito nacional, las razones radican en menores tasas y comisiones inferiores, incluso algunas de ellas se difieren en el plazo del crédito.

Un elemento que afecta al costo y que no se ha mencionado, es el tipo de cambio; se lo puede definir como el número de unidades de una moneda que se intercambian por una unidad de otra. El tipo de cambio no permanece fijo, sino que fluctúa en el tiempo dependiendo de diversos factores.

[♦] Resultado de TIR del flujo de la cuota.

Quizá, este costo es el de mayor peso en las decisiones de los empresarios, para tomar un crédito extranjero en divisa diferente a la de circulación en el Ecuador. Para apreciar cómo afecta el tipo de cambio en un crédito; con el ejemplo anterior se toma la tasa LIBOR y apreciaremos la variación del costo del crédito por motivo de las variaciones en el tipo de cambio (Proyección del Euro Anexo A).

Para la banca internacional en otra moneda tomamos la LIBOR y las comisiones que se mencionó anteriormente.

Monto	1.000.000,00	Usd
	679.578,66	Euros
Tipo de cambio	1,4715	igual 1 euro
Plazo	2	años
Tasa	4,73%	tasa LIBOR
Comisiones	0,375%	Promedio
	0,100%	Anual Mantenimiento
Pago Intereses	Semestral	2
Pago Capital	Vencimiento	

Período	Interés	Capital	Comisiones	T/C	Cuota Euro	Cuota Dólares
0			2.548,42	1,4715	-677.030,24	-996.250,00
1	16.072,04	0		1,4890	16.072,04	23.931,26
2	16.072,04	0	679,58	1,4960	16.751,61	25.060,41
3	16.072,04	0		1,5010	16.072,04	24.124,13
4	16.072,04	679.578,66	679,58	1,5075	696.330,28	1.049.717,89

Costo del crédito[♦] = 6,29%

Como se puede apreciar en este ejemplo el financiamiento internacional puede resultar más barato que en la banca comercial nacional por motivo de las comisiones y la tasa de interés, a pesar de que sea en otra divisa, la razón es

[♦] Resultado de TIR del flujo de la cuota en dólares

que la tasa de interés LIBOR usada en el ejemplo es la más baja que se puede encontrar en el mercado financiero.

El financiamiento en otra divisa, en este caso es menor, este crédito puede ser el que mejor tasa ofrezca siempre y cuando la tasa de interés sea la LIBOR, como se puede apreciar en el ejemplo dado anteriormente. Esta tasa tiene inmerso el riesgo que existe en el tipo de cambio. La exposición al riesgo se produce durante el tiempo en que se toma una posición en una divisa y el momento en que se liquida, pero para este tipo de crédito el empresario deberá pensar en una forma de protegerse sobre las fluctuaciones de la divisa con una operación de cobertura de tipo de cambio como por ejemplo el Forward de compra de euros.

Para comprender como funcionan estas coberturas se explicará de manera general su funcionamiento centrándose en lo que es moneda extranjera.

El forward es un contrato mediante el cual una persona adquiere el compromiso de entregar un producto en una fecha determinada y la contraparte se compromete a pagar una cierta cantidad de dinero por ese producto; si el precio de mercado al vencimiento es mayor, el titular habrá tenido una ganancia; caso contrario sufriría una pérdida. Así se elimina el riesgo financiero que genera la incertidumbre de lo que costará el activo, en este caso el costo de la divisa.²⁵

²⁵ Luís Corrons Prieto, "Finanzas Internacional". Pág. 155-164

Las características que tiene este contrato son:²⁶

- No existe ningún desembolso.
- Únicamente al vencimiento del contrato hay un solo flujo de dinero a favor del ganador.
- El contrato no permite ninguna elección en el futuro.
- Únicamente forwards de tipo de interés son en ocasiones transferidos. Los forwards de divisas, en cambio, no son transferibles y generalmente se espera que al vencimiento se liquide mediante la entrega efectiva de las divisas convenidas.
- Riesgo de crédito puede ser grande ya que cualquiera de las dos partes puede ser el perdedor.

Los mercados futuros contratos de compra y venta de productos, instrumentos financieros, moneda extranjera, en donde las partes involucradas se comprometen a entregar y recibir en una fecha determinada los bienes contratados, en este caso se comprometen a entregar la cantidad de divisas contratadas.²⁷

Sin embargo, el contrato forward se puede confundir con el contrato de futuros, siendo estos dos contratos diferentes en el sentido del riesgo de crédito. El forward funciona como un instrumento de puro crédito ya que no requiere de

²⁶ Luís Corrons Prieto, "Finanzas Internacional". Pág. 155-164

²⁷ Rigoberto Parada Daza. "Mercado de Futuros Financieros y Opciones". Pág. 11-19

ninguna garantía. Mientras que los futuros reducen el riesgo mediante la reducción del período de vigencia y requieren margen de garantía.

En el Ecuador las transacciones forward han sido iniciativa sobre todo de la banca privada y rigiéndose en reglamentos bien detallados emitidos por la Superintendencia de Bancos y Seguros. En cuanto al mercado de futuros no existe, ya que es un mercado regulado en bolsas de valores. Estas operaciones tienen que ser contratadas en los mercados internacionales.

Para poder apreciar el efecto de la contratación de una cobertura, tomamos el ejemplo del crédito con divisa extranjera. Con la diferencia que esta vez el deudor contrata un forward, para protegerse de las fluctuaciones de la divisa, con el Banco del Pichincha, con el precio de 1.500 dólares por cada euro por un monto de 745,225.40 euros²⁸ (al no existir una garantía estos contratos tienen una duración de hasta máximo 60 días, para plazos mayores existen otros mecanismos que se contratan en mercados internacionales). Así tenemos:

Para la banca internacional en otra divisa y con contrato Forward tomamos la LIBOR y las comisiones que se mencionó anteriormente.

²⁸ El contrato Forward solo se lo puede contratar hasta un máximo de 60 días, para mayor plazo el Banco buscará otro mecanismo dentro del mercado de contratos de cobertura.

Monto	1.000.000,00	Usd
	679.578,66	Euros
Tipo de cambio	1,4715	igual 1 euro
Plazo	2	años
Tasa	4,73%	tasa LIBOR
Comisiones	0,375%	Promedio
	0,100%	Anual Mantenimiento
Pago Intereses	Semestral	2
Pago Capital	Vencimiento	

Período	Interés	Capital	Comisiones	T/C	Cuota Euro	Cuota Dólares
0			2.548,42	1,4715	-677.030,24	-996.250,00
1	16.072,04	0		1,5000	16.072,04	24.108,05
2	16.072,04	0	679,58	1,5000	16.751,61	25.127,42
3	16.072,04	0		1,5000	16.072,04	24.108,05
4	16.072,04	679.578,66	679,58	1,5000	696.330,28	1.044.495,41

Costo del crédito[♦] = 6,05%

La diferencia con el ejemplo anterior es que el deudor tiene un contrato de forward, entonces el día que el deudor tiene que pagar las cuotas de interés y del capital, hace efectivo los contratos forward, el tipo de cambio ya estaba fijado anteriormente, en este caso el deudor reduce su costo en 0.24% porque se contrató un tipo de cambio más bajo, cabe recalcar que no siempre se contrata un tipo de cambio más bajo que el del mercado, si fuere así el beneficio del deudor es saber con anticipación de cuanto va a ser su cuota.

Este tipo de créditos son convenientes para empresas que trabajen con otra moneda, como por ejemplo; los importadores que tienen relaciones comerciales con la unión europea; ya que estas empresas, en sus transacciones van a trabajar tanto con dólares como con euros.

[♦] Resultado de TIR del flujo de la cuota en dólares

Se puede concluir que los créditos internacionales son buenos en cuanto a que las empresas pueden conseguir mayores montos, con plazos más largos y se pueden beneficiar en lo que corresponde al costo del crédito con tasas de interés más bajas y mejores condiciones en las comisiones. Pero, no se debe descuidar el riesgo de crédito que se puede tener cuando se contrata en divisa extranjera, ya que el crédito puede verse afectado por el tipo de cambio y su fluctuación. Para disminuir el riesgo por el tipo de cambio, el empresario debe cubrirse con las opciones que el mismo mercado financiero ofrece, como son: los forwards, los contratos de futuros, entre otros. Sin embargo, la mayor desventaja de este crédito es la dificultad de acceso que tienen las empresas, ya que estos préstamos sólo se otorgan a las que cumplen ciertas condiciones ya explicadas.

CAPITULO III

3. MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

OBJETIVO:

Evaluar las diversas opciones que el Mercado de Valores otorga a las empresas en cuanto a su financiamiento y determinar las barreras que encuentran las mismas para poder aprovechar las oportunidades que ofrece el Mercado.

3.1 DEFINICIÓN

Es el segmento del mercado de capitales, donde se efectúan transacciones con documentos denominados títulos valores que se realizan habitualmente, aunque no siempre, en locales destinados para el efecto, denominados bolsas. La finalidad del mercado de valores es canalizar los recursos financieros hacia las actividades productivas, principalmente a mediano y largo plazo.²⁹

3.2 VENTAJAS DEL MERCADO DE VALORES

Las ventajas del mercado de valores para las empresas que cotizan en bolsa son las siguientes³⁰:

²⁹ Régimen del Mercado de Valores. Pág. 1. Tomo 1

³⁰ Oriol Amat, "Enciclopedia Práctica de la Banca". Pág. 43-57. Tomo 5

- Financiación a menor costo.
- Los títulos emitidos por las empresas inscritas en la Bolsa de Valores son más líquidos con respecto a las empresas no inscritas.
- Mejora la imagen de la empresa por medio de la información que emite la bolsa.
- Se puede conocer con exactitud el valor del mercado de las acciones que ha emitido la empresa.
- La cantidad de financiación es mucho mayor que la empresa que no cotiza en bolsa.
- Los títulos que se cotizan en bolsa suelen gozar de ventajas fiscales.

Las ventajas del mercado de valores ecuatoriano de acuerdo a la página web de la Bolsa de Valores de Quito no son muy diferentes a las anteriores descritas. Podemos encontrar las siguientes:

- La intermediación de valores es competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna.
- Estimula la generación de ahorro, que deriva en inversión.
- Genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento en el mediano y largo plazo.

Sin embargo, existen ciertas desventajas para algunas empresas que cotizan en bolsa, las que pueden ser: ³¹

- La emisión de acciones para cotizar en bolsa puede suponer una pérdida de poder de los accionistas de la empresa.
- Las acciones pueden pasar a ser propiedad de personas desconocidas a los accionistas fundadores.
- Las empresas que cotizan en bolsa están obligadas a facilitar información periódica.
- Las empresas inscritas en bolsa deben someterse a auditoria externa.
- Las empresas que cotizan en bolsa suelen estar más controladas fiscalmente por motivo de la transparencia en la información.

3.3 VALOR³²

El concepto que la Ley del Mercado de Valores da para valor es:

“Se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, susceptible de ser negociado en el mercado de valores, bursátil o extrabursátil. Este derecho puede estar representado en títulos, en registros contables o anotaciones en cuenta”.

³¹ Oriol Amat, “Enciclopedia Práctica de la banca”. Pág. 43-57. Tomo 5

³² Ley de Mercado de Valores, Título I, Artículo 2. Pág. 2, Tomo 1

Según la Ley del Mercado de Valores para que un derecho de contenido económico sea considerado como un valor negociable, debe reunir las características de negociabilidad, transferibilidad, fungibilidad, aceptación general y ser reconocido por el Consejo Nacional de Valores.

Se puede decir que los títulos valores son documentos representativos de deuda o de capital, aceptados por el Consejo Nacional de Valores para ser negociados.

3.3.1 CLASES DE VALORES ³³

Los títulos valores se pueden clasificar atendiendo a distintos criterios.

Por tipo de emisor se pueden dividir en:

Títulos Públicos: La entidad emisora es del sector público (gobierno central, municipalidades, Banco Central de Ecuador, Banco Nacional de Fomento, Banco Ecuatoriano de la Vivienda, etc.). Dentro de este grupo encontramos valores como bonos de deuda interna, certificados de tesorería, pagarés, notas de crédito, etc.

Títulos Privados: La entidad emisora es del sector privado. Dentro de este grupo se encuentran valores como acciones, obligaciones, certificados provisionales y de preferencia, etc.

³³ Régimen del Mercado de Valores. Pág. 25-27. Tomo 1

Por tipo de moneda en que se emitan se pueden dividir en:

Títulos moneda nacional: El título es emitido en moneda de circulación nacional.

Títulos moneda extranjera: El título es emitido en moneda de circulación extranjera, según lo autorice la reglamentación pertinente.

Por tipo de circulación se pueden dividir en:

Títulos Nominativos: Emitidos a favor de una persona determinada, el nombre de esta tiene que constar en el documento y en el registro que mantenga el emisor. Circulan por cesión cambiaria inscrita en el registro del emisor.

Títulos a la orden: Emitidos a favor de una persona determinada, son negociables por endoso.

Títulos al portador: El titular es el portador del documento, circulan por simple entrega del título.

Por tipo de rendimiento se pueden dividir en:

Renta Fija: Son aquellos que dan derecho a percibir un interés fijo que está predeterminado en el momento de la emisión. No dependen de los resultados

de la compañía emisora. Ejemplos de estos títulos serían: Bonos, obligaciones, pagarés, pólizas, etc.

Renta Variable: Son aquellos cuyo rendimiento varía según el desenvolvimiento del emisor y no tienen un vencimiento fijo. Las acciones es el mejor ejemplo de estos títulos, que proporcionan dividendos si la empresa emisora obtiene resultados positivos.

Un título valor puede entrar en varias de las clases presentadas anteriormente como por ejemplo una obligación, este título puede ser privado, emitido en moneda nacional, de renta fija y a la orden.

A continuación presentaremos los títulos que tanto empresas del sistema financiero como no financiero pueden emitir y que mayormente se han negociado en las Bolsas de Valores del Ecuador desde el año 2002. Estos son: las acciones, obligaciones y procesos de titularización.

3.3.2 ACCIONES

3.3.2.1 DEFINICIÓN:

Se llama acción a las partes en que se divide el capital de una compañía, al título que representa la participación en el capital suscrito. Al titular de la acción se lo denomina accionista.³⁴

3.3.2.2 CARACTERÍSTICAS ³⁵

- Son nominativas, es decir emitidos a favor de una persona determinada.
- Son consideradas bienes muebles.
- Representan una participación en el capital social de una compañía.
- Son indivisibles.
- Otorgan a su titular los derechos fundamentales que establece la Ley.
- Son de renta variable, su rendimiento depende del resultado del balance anual de la compañía, por lo cual no puede garantizarse un pago fijo.
- Son libremente negociables. Las acciones inscritas, pueden comprarse y venderse únicamente en el mercado bursátil a través de las casas de valores. Para la inscripción en el libro de acciones y accionistas es necesaria la presentación de la respectiva liquidación de bolsa, a excepción de que sean transferencias originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales o de hecho. Son transferidas mediante nota de cesión.

3.3.2.3 CLASES DE ACCIONES ³⁶

³⁴ Régimen del Mercado de Valores. Pág. 33. Tomo 1

³⁵ Régimen del Mercado de Valores. Pág. 33-34. Tomo 1

- Nominativas o al portador, aunque en el Ecuador, las acciones sólo pueden ser nominativas de conformidad con la legislación.
- Ordinarias o Preferidas.
- Liberadas cuando las acciones han sido totalmente pagadas o no liberadas si aún no han sido pagadas en su valor total.

3.3.2.4 REQUISITOS PARA EMITIR ACCIONES ³⁷

Las sociedades que están autorizadas a emitir acciones son: la anónima, la de economía mixta y la compañía de comandita por acciones. La emisión se hará por el monto del capital pagado, una vez que las acciones han sido pagadas se emitirá el título correspondiente. Para que una empresa pueda emitir este título deberá establecerse en los estatutos de la misma; si no estuviera reglamentada la emisión, la junta general de accionistas tendrá que hacerlo determinando el número y clase de acción. Para que estos títulos puedan negociarse en el mercado de valores ecuatoriano, deberán estar previamente inscritos en una de las Bolsas de Valores del país.

3.3.2.5 ACCIONES EN EL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR

A pesar de que el mercado de valores por medio de la emisión de acciones, ofrece al empresario financiar sus proyectos a través de la ampliación del

³⁶ Régimen del Mercado de Valores. Pág. 34. Tomo 1

³⁷ Régimen del Mercado de Valores. Pág. 33. Tomo 1

capital, muy pocas empresas han utilizado este mecanismo. A continuación se presenta las acciones de las empresas que se encuentran inscritas en las bolsas de Quito y Guayaquil de las cuales se tiene información de la evolución de sus precios desde el año 2001, tomando el último precio marcado del año.

EVOLUCION DE LOS PRECIOS							
COMPAÑIA	ULTIMO PRECIO						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
SECTOR FINANCIERO							
Amazonas Banco	100,00 S	100,00 S	100,00 S	100,00 S	100,00 S	0,80 S	1,00 S
Banco Bolivariano	1,29 D	1,05 D	1,05 D	1,00 D	1,00 D	1,30 D	1,55 D
Banco Cofiec	70,00 S	70,00 S	70,00 S	70,00 S	70,00 S	70,00 S	70,00 S
CTH			100,00 D	100,00 D	65,85 D	100,00 D	100,00 D
Integral	5.500,00 S	5.500,00 S	5.500,00 S	35,50 D	35,50 D	35,50 D	35,50 D
Inversancarlos				1,17 D	1,17 D	1,10 D	1,16 D
Banco de Guayaquil	150,00 S	150,00 S	150,00 S	1,88 D	2,50 D	3,18 D	3,50 D
Banco del Pichincha	0,50 D	1,24 D	0,80 D	0,90 D	1,30 D	2,10 D	1,90 D
Banco Solidario	180,00 S	1,90 D	1,85 D	1,85 D	1,05 D	0,84 D	0,99 D
Prodbanco	3,00 D	2,00 D	1,60 D	1,45 D	1,50 D	1,32 D	1,95 D
SECTOR INDUSTRIAL							
Cemento Selva Alegre	11.500,00 S	1,17 D	1,17 D	1,17 D	1,08 D	2,00 D	2,00 D
Cementos Chimborazo	5.300,00 S	5.300,00 S	5.300,00 S	5.300,00 S	5.300,00 S	0,30 S	0,30 S
Cervecería Nacional	39,03 D	37,00 D	34,00 D	30,25 D	32,50 D	34,90 D	32,00 D
Cervecería Andina	38,01 D	33,00 D	34,00 D	31,05 D	32,51 D	36,25 D	36,25 D
Cervecería Andina Pref.						36,25 D	36,25 D
Cridesa	2.000,00 S	2.000,00 S	1,00 D	1,05 D	1,25 D	1,35 D	1,40 D
Holcim Ecuador S.A.	155,00 D	148,00 D	20,65 D	33,79 D	33,40 D	40,53 D	53,96 D
Industrias Ales	2,30 D	2,56 D	2,44 D	3,12 D	2,51 D	2,15 D	1,70 D
Erco	1.350,00 S	0,06 D	1,50 D	1,50 D	1,50 D	1,00 D	1,00 D
Agrícola Ind. Tropical	1.162.500,00 S	46,50 D	46,50 D	46,50 D	46,50 D	7,45 D	4,00 D
Sociedad Agr. San Carlos	1,03 D	1,03 D	1,03 D	1,03 D	1,03 D	0,95 D	1,11 D
Centro Gráfico	1,00 D	1,00 D	1,00 D	1,00 D	1,00 D	1,00 D	1,00 D
Fondo País Ecuador				1.000,00 D	1.000,00 D	1.012,00 D	1.000,00 D
Río Congo Forestal				14,00 D	14,97 D	18,00 D	22,70 D
El Tecal				12,00 D	13,00 D	17,00 D	17,00 D
La Reserva Forestal					12,00 D	14,25 D	15,00 D
Cerro Verde Forestal Bigforest						12,00 D	14,00 D
La Campiña Forestal S.A. (Reforest)							12,00 D
Meriza							23,00 D
SECTOR SERVICIOS							
Cepsa	260,00 S	260,00 S	260,00 S	260,00 S	260,00 S	260,00 S	260,00 S
Campo Santo Santa Ana					118,00 D	123,63 D	10,39 D
La Favorita	13,00 D	4,10 D	4,29 D	5,98 D	6,45 D	7,60 D	5,72 D
Road Track					2,70 D	2,80 D	2,70 D
Hotel Colón Internacional	0,90 D	0,73 D	0,50 D	0,50 D	0,50 D	0,56 D	0,60 D
Cialco Const. Import. Alvarez						4,17 D	4,17 D
D : Dólares ; S : Sucres							

Fuente y Realizado por: BVQ

Cuadro 3.1

Como se puede observar en el cuadro anterior, existen 4 empresas que no han tenido ningún cierre de operaciones desde que el Ecuador asumió como moneda de circulación el dólar, esto indica que desde el año 2000 no han tenido presencia bursátil.

Además se puede observar que desde el año 2004, 13 empresas nuevas han emitido acciones; incrementándose la cantidad de 22 a 34, con acciones inscritas en el mercado de valores.

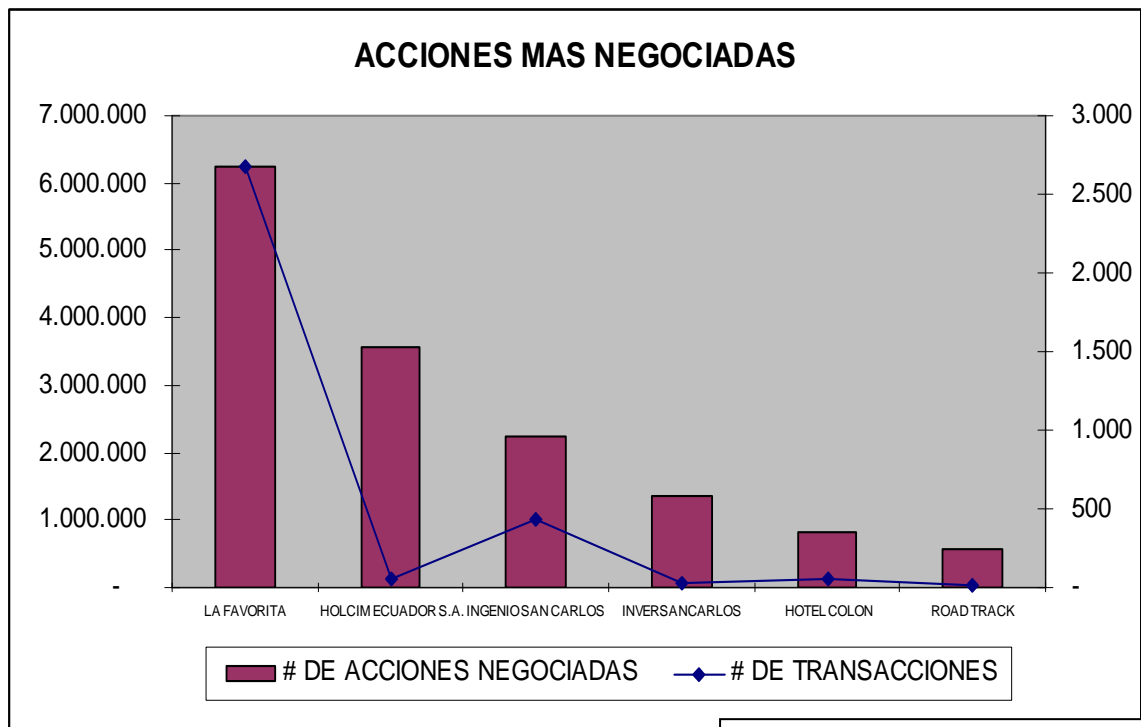
Las acciones de empresas no financieras que más se negociaron en el año 2007 fueron:

EMISOR	# DE ACCIONES NEGOCIADAS	# DE TRANSACCIONES
LA FAVORITA	6.230.032	2.670
HOLCIM ECUADOR S.A.	3.553.231	54
INGENIO SAN CARLOS	2.234.845	432
INVERSANCARLOS	1.344.531	33
HOTEL COLON	816.239	58
ROAD TRACK	552.053	20

Cuadro 3.3

Realizado por: Berenice Miranda N

Fuente: Bolsa de Valores de Quito



Realizado por: Berenice Miranda N

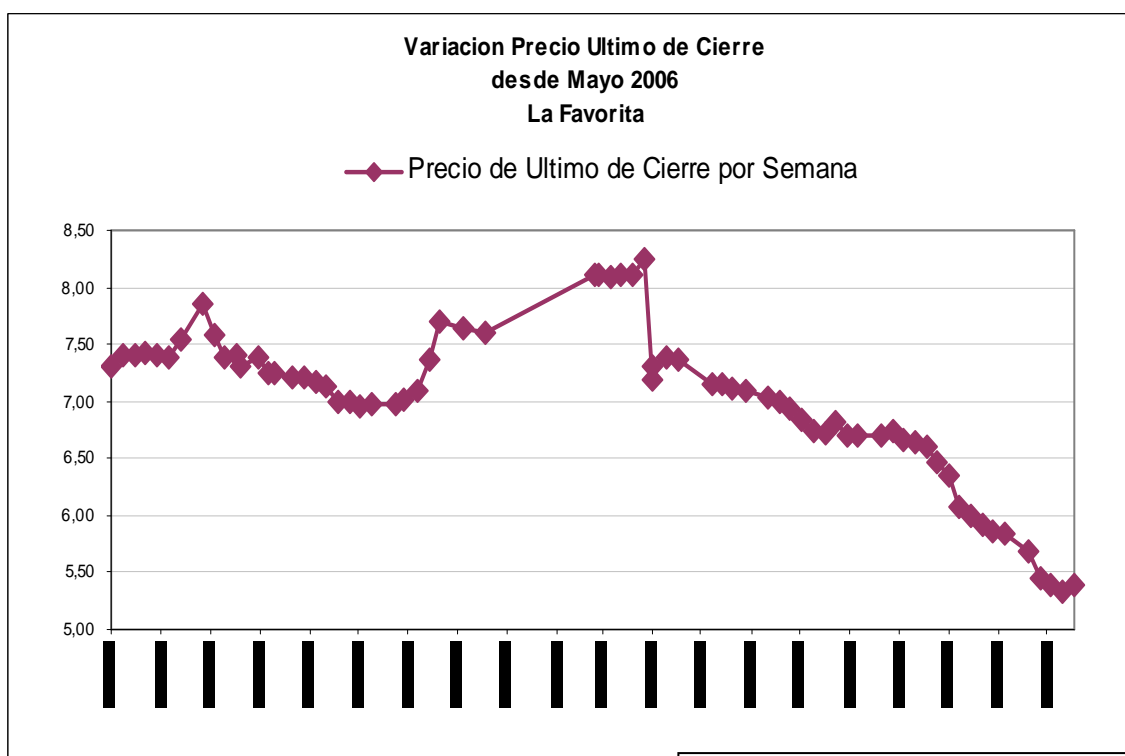
Fuente: Bolsa de Valores de

Gráfico 3.1 Muestra el desarrollo de las acciones más negociadas y el número de transacciones del año 2007

El gráfico 3.1 nos muestra las acciones de las empresas del sector no financiero que serían las más líquidas del Mercado de Valores, ya que tienen presencia bursátil; es decir que el tiempo de comprar o vender dichas acciones es menor a cualquier otra. Al comparar el monto y el número de transacciones entre las más negociadas se puede observar que existe una gran diferencia entre ellas.

Las acciones de Supermercados La Favorita son las más negociadas y con mayor presencia bursátil en el mercado; le siguen Holcim e Ingenio San Carlos pero con una gran diferencia; mientras Supermercados La Favorita en el año 2007 tuvo 2,670 transacciones con 6'230.032 acciones negociadas, Holcim

solamente 54 transacciones con 3'553.231 acciones negociadas y de Ingenio San Carlos 432 transacciones con 2'234.845 acciones negociadas. Esto nos muestra que el mercado accionario en el Ecuador es reducido y que la mayoría de inversionistas prefiere las acciones de Supermercados La Favorita, por la información existente de la empresa y por los resultados que ha dado durante los últimos años, proporcionando buenos beneficios a las personas que invirtieron en estas acciones; pero, a pesar de ser la acción más negociada también es la más volátil del mercado; llegando a tener una volatilidad del 31,96, que nos muestra la distancia de cada punto a la media de los datos que a continuación se grafica.

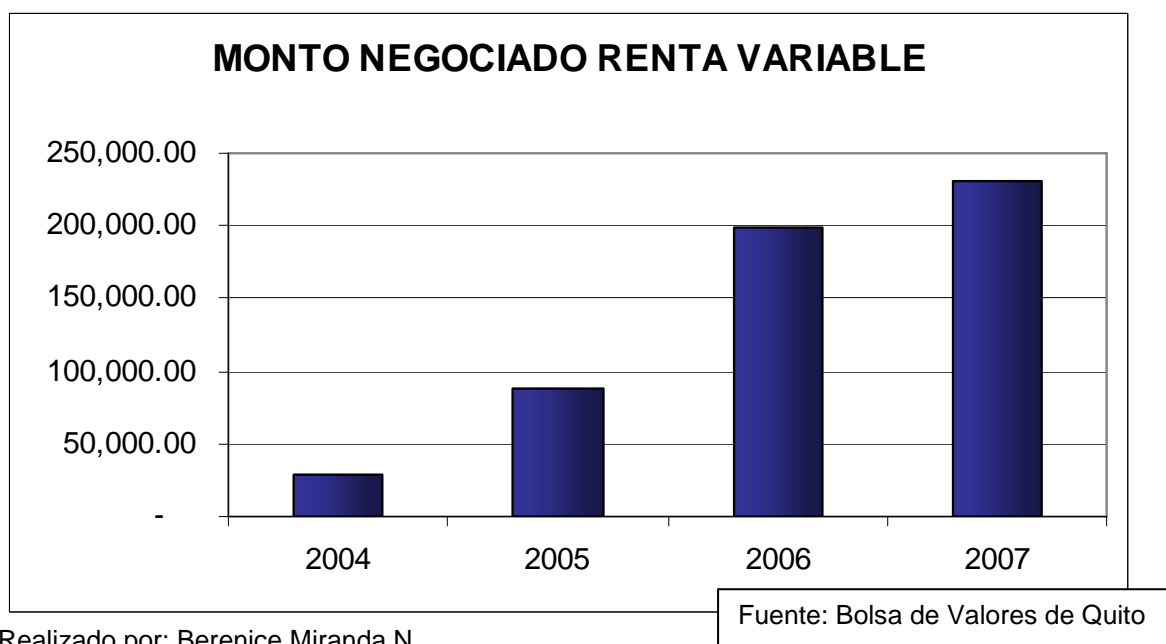


Realizado por: Berenice Miranda N

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Grafico 3.2 Muestra las variaciones de precio de las acciones La Favorita desde mayo 2006 hasta el año 2007

En el gráfico 3.2 se aprecia la volatilidad de la acción de Supermercados La Favorita; para esto se tomaron los datos de los boletines semanales que emite la Bolsa de Valores de Quito, la acción tendía al alza hasta marzo del 2007, para luego tener una tendencia a la baja hasta finales del año.



Realizado por: Berenice Miranda N

Gráfico 3.3 Muestra los montos negociados de las acciones desde el año 2004 hasta el año 2007

En cuanto a los montos negociados en renta variable, en el gráfico anterior podemos observar que del 2005 al 2006 hay un significativo aumento, casi del 100%, esto es debido a que en este año se realizó la primera Oferta Pública de Acciones (OPA). Estas acciones fueron de la Cervecería Nacional y Andina. A pesar que para el año 2007 el monto negociado fue más alto que en el 2006, la variación de un año a otro no es tan grande como la del 2005 al 2006.

3.3.3 OBLIGACIONES

3.3.3.1 DEFINICIÓN:

Son valores representativos de una deuda, que el emisor adquiere y son exigibles según las condiciones de la emisión. Estos valores confieren derecho al cobro de intereses y a la recuperación del capital.³⁸

3.3.3.2 CARACTERÍSTICAS ³⁹

- Pueden ser a la orden, designados como titular a una persona determinada, o al portador, en ellos no designan como titular a una persona determinada.
- Pueden emitirse a corto, plazo menor de 360 días, o largo plazo, plazo mayor de 360 días.
- Son considerados bienes muebles.
- Representan un valor nominal.
- Son de renta fija. Su rendimiento es la tasa de interés que está registrada en el respectivo título o certificado de cuenta. Los intereses dejarán de generarse desde la fecha del vencimiento o de la redención anticipada, excepto en el caso de mora.
- Son emitidos con un plazo determinado.

³⁸ Régimen del Mercado de Valores. Pág. 43. Tomo 1

³⁹ Régimen del Mercado de Valores. Pág. 43. Tomo 1

- Son amortizables y las condiciones deberán constar en los títulos emitidos.
- Son negociables en las bolsas de valores.
- Capital e Intereses se pagarán en el lugar y condiciones que consten en la escritura de la emisión.
- Las obligaciones deberán ser amparadas por una garantía general, también podrán contar con una garantía específica. Se puede emitir hasta un máximo del 80% del total de los activos libres de todo gravamen o del avalúo de los bienes de la garantía específica.

3.3.3.3 CLASES DE OBLIGACIONES ⁴⁰

- Obligaciones comunes: Derecho al cobro de intereses y a la recuperación del capital. Pueden ser de compañías nacionales o de sucursales de compañías extranjeras.
- Obligaciones convertibles en acciones: Derecho a exigir alternativamente el pago del valor de las mismas o la conversión en acciones.
- Obligaciones de corto plazo o papel comercial.

3.3.3.4 REQUISITOS PARA EMITIR OBLIGACIONES ⁴¹

⁴⁰ Ley del Mercado de Valores, Pág. 516-517. Tomo 1

⁴¹ Régimen del Mercado de Valores. Pág. 43-51

Las obligaciones podrán ser emitidas por las compañías anónimas, limitadas, comanditas por acciones, economía mixta o por sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador. La emisión de obligaciones se hará por el monto, plazo y tasa determinadas por la junta general de accionistas o de socios de la compañía, cumpliendo las normas generales que señale el Consejo Nacional de Valores en cuanto a montos máximos y garantías. La emisión irá acompañada de los documentos habilitantes. La emisión de obligaciones requiere una calificación de riesgos efectuada por compañías especializadas y autorizadas, se debe mantener actualizada la calificación de riesgos mientras la emisión este vigente. La colocación deberá ser a través de oferta pública, una vez aprobada por la Superintendencia de Compañías, dentro de un plazo de 180 días e inscrita la emisión en el Registro del Mercado de Valores.

3.3.3.5 OBLIGACIONES EN EL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR

La emisión de estos valores puede ser de largo plazo (obligaciones) o corto plazo (papel comercial). La primera es una buena alternativa de financiamiento para las empresas que por primera vez incursionan en este mercado.

Para las empresas que ya han emitido obligaciones anteriormente, por costo estas empresas tienen mejores beneficios, podrían emitir obligaciones con plazos menores a 360 días; o, si prefiere el nuevo emisor, puede emitir obligaciones de largo plazo y de corto plazo simultáneamente, no existe ningún impedimento para hacerlo mientras estén dentro de la garantía que se exige

para la emisión, la cual es del 80% del avalúo de los bienes que respalden dicha emisión.

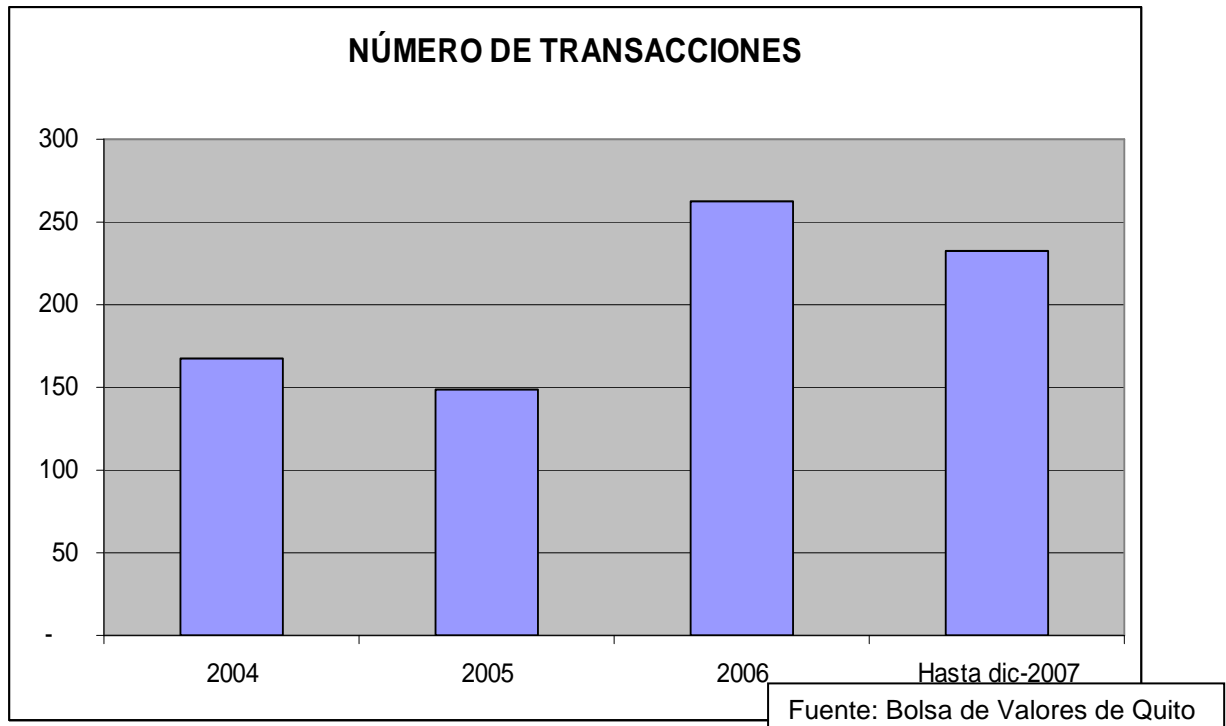


Grafico 3.4 Muestra el número de transacciones de obligaciones desde el año 2004 hasta diciembre del 2007

Realizado por: Berenice Miranda N

Como se puede observar el número de transacciones de las negociaciones de las obligaciones han aumentando de 167 cierres en el año 2004 a 233 cierres hasta diciembre 2007. Lo que muestra un aumento del 39,5%. A pesar de que en el año 2005 existió una leve baja en las transacciones de obligaciones.

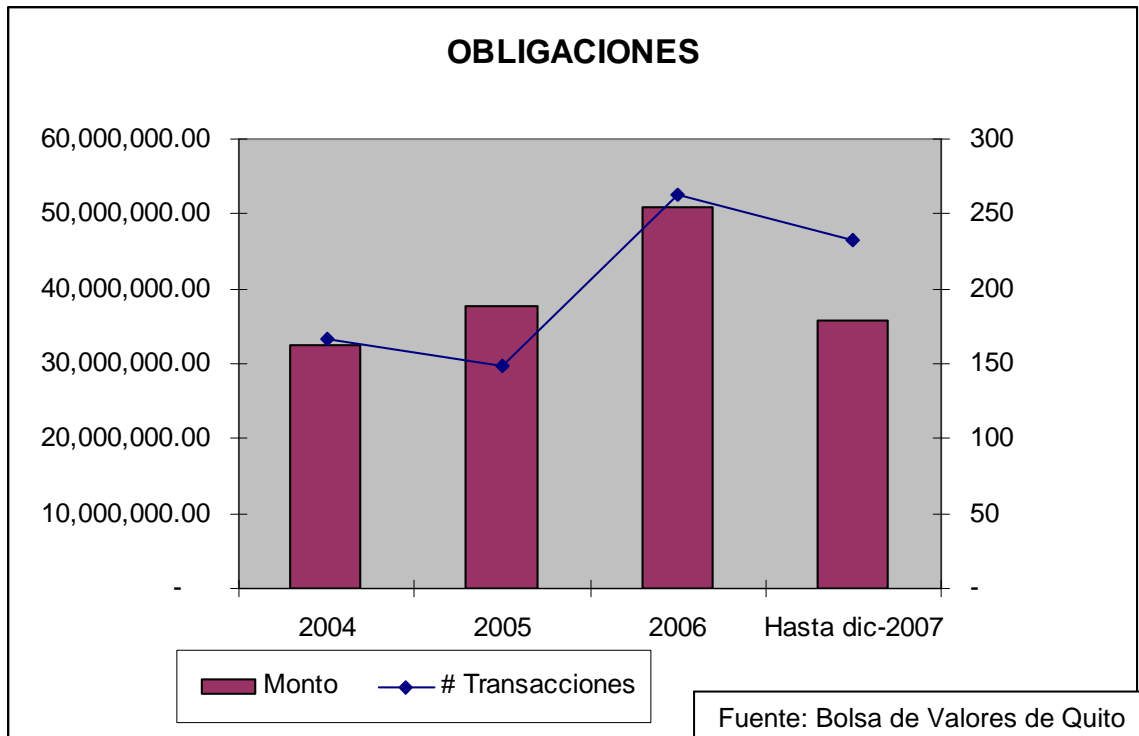


Grafico 3.5 Muestra el monto negociado y el número de transacciones de obligaciones desde el año 2004 hasta diciembre del 2007.

Realizado por: Berenice Miranda

Como se puede apreciar de las 167 transacciones del año 2004 se negoció un monto de 32'582.909.00 de dólares; para el 2005 este monto aumento en aproximadamente el 15% llegando al valor de 37'795.122.00 de dólares negociadas en 149 transacciones. A pesar de la disminución en el número de transacciones en el 2005 sin embargo el monto en dinero fue superior. Para diciembre del 2007, el monto negociado de obligaciones fue menor al del 2005 llegando a 35'914.384.00 dólares; en cambio, el 2006 fue el año con el mayor monto negociado de este título, 50'974.783.00 dólares.

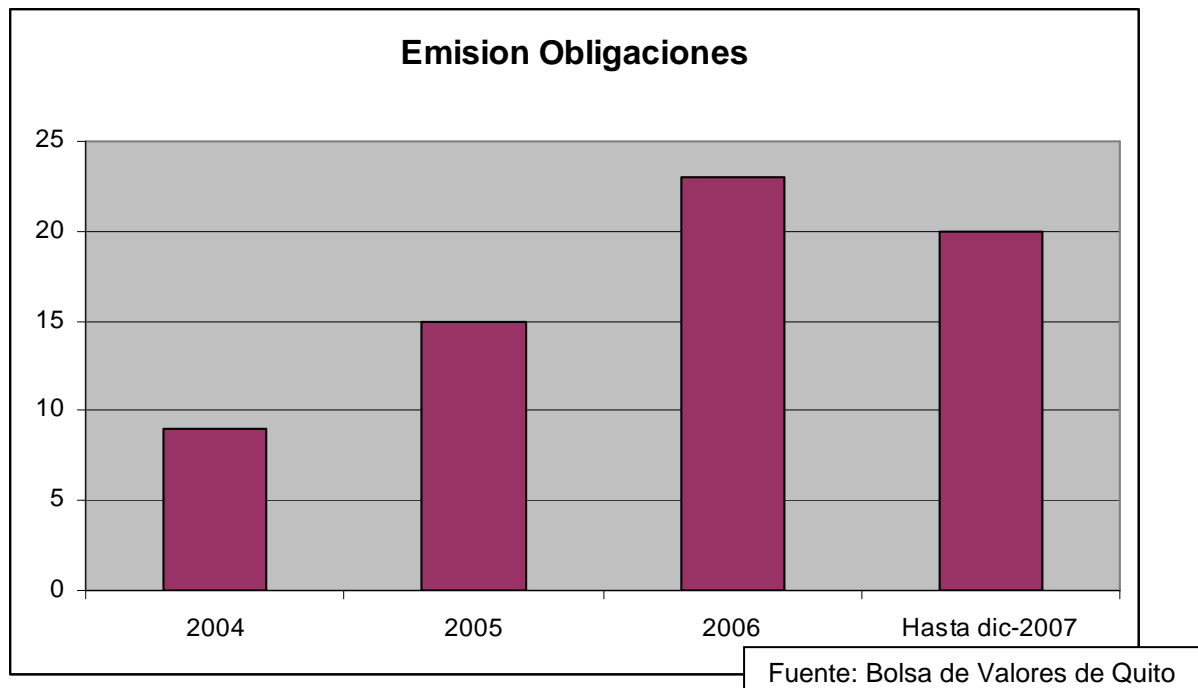


Grafico 3.6 Muestra las emisiones de obligaciones desde el año 2004 hasta diciembre del 2007.

Realizado por: Berenice Miranda N

Para las obligaciones, el 2006 fue el mejor año como se observa en los diferentes gráficos; en este año, el número de transacciones fueron las más altas junto con los montos y como se demuestra en el gráfico 3.6 el número de emisiones también fueron las mayores en el mismo período.

En el año 2005, se comenzó a utilizar un nuevo tipo de obligación que sólo las empresas inscritas en el Registro Oficial de Valores pueden emitir, dicha obligación es llamado como papel comercial u obligación a corto plazo, los mismos que se pueden emitir con plazo no mayor a 360 días. Las emisiones que salieron en el año 2005 fueron:

EMPRESAS	MONTO
DINERS	32,449,000.00
BANCO DEL PICHINCHA	15,000,000.00
BANCO GENERAL RUMIÑAHUI	10,000,000.00
CTH	3,500,000.00
TOTAL	60,949,000.00

Realizado por: Berenice Miranda N
Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Cuadro 4.4

Como se puede observar las únicas empresas que buscaron financiamiento por esta opción fueron las empresas privadas del sistema financiero.

En los años 2006 y 2007, no solo las empresas del sector financiero usaron esta herramienta, sino también las empresas privadas del sistema no financiero como por ejemplo Pronaca, Novacero y Superdeporte.

3.3.4 TITULARIZACIÓN

3.3.4.1 DEFINICIÓN:

La titularización es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Este proceso se llevará a cabo por medio de un fideicomiso o fondo colectivo.⁴²

⁴² Régimen del Mercado de Valores. Pág. 167 y Ley del Mercado de Valores. Pág. 489. Tomo 1

3.3.4.2 CARACTERÍSTICAS ⁴³

- Títulos nominativos, cuando se considera como titular del derecho exclusivamente a la persona designada en él, o títulos a la orden, designados como titular a una persona determinada.
- No podrán tener un plazo inferior a un año si son de participación o mixtos y si son valores de contenido crediticio no podrán tener un plazo inferior de 2 años.
- Los valores de contenido crediticio o valores mixtos podrán tener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable.

3.3.4.3 CLASES ⁴⁴

- Valores de contenido crediticio: Incorporan el derecho a recibir capital y rendimientos financieros. Al vencimiento el inversionista recupera el capital invertido más los intereses que genera el valor.
- Valores de participación: Incorporan el derecho de participar en las utilidades o pérdidas generadas por el proceso de titularización. Los inversionistas, al igual que con las acciones, dependen de los resultados del proceso de titularización para participar de las utilidades o pérdidas que este proceso arroje.
- Valores mixtos: Son valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación.

⁴³ Régimen del Mercado de Valores. Pág. 167

⁴⁴ Régimen del Mercado de Valores. Pág. 169-170. Tomo 1

3.3.4.4 REQUISITOS PARA EMITIR TITULARIZACION ⁴⁵

La titularización podrá ser emitida por las compañías que tengan activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados. Estas compañías deberán contratar un agente de manejo que será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos, la cual se encargará del patrimonio de propósito exclusivo. La emisión de titularización requiere una calificación de riesgos efectuada por compañías legalmente establecidas y autorizadas, se debe mantener actualizada la calificación de riesgos mientras la emisión este vigente. La colocación deberá ser a través de oferta pública, una vez aprobada por la Superintendencia de Compañías, dentro de un plazo de 180 días.

3.3.4.5 CONDICIONES DE LA EMISIÓN ⁴⁶

Rendimiento: El rendimiento puede ser fijo o variable según las características de la emisión de la titularización, el tipo de rendimiento se encuentra especificado en el respectivo título.

Amortización: Las condiciones deberán constar en el respectivo título.
Cuando sean de valores de contenido crediticio o valores mixtos en el documento deberá constar el valor nominal y

⁴⁵ Ley del Mercado de Valores. Pág. 491-495.

⁴⁶ Ley del Mercado de Valores. Pág. 497-502. Tomo 1

el interés que este paga. Cuando sean de valores de participación en la emisión se determinará cada que tiempo se pagan las utilidades que estas generen.

Forma de Pago: Capital e intereses se pagarán en el lugar y condiciones que consten en la escritura de emisión de valores de contenido crediticio o valores mixtos.

Para valores de participación el pago dependerá de las utilidades generadas.

Garantías: Garantía o aval: Consiste en que el originador se compromete a cumplir con los derechos reconocidos.

Garantía bancaria o póliza de seguro: Consiste en la contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros.

Fideicomiso de garantía: Consiste en la constitución de patrimonios independientes que garantice el cumplimiento de los derechos del inversionista.

El contrato de garantías depende del tipo de patrimonio autónomo que se conforme.

3.3.4.6 PROCESO DE TITULARIZACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR

Los productos de titularización se caracterizan por provenir de procesos de estructuración complejos y se originan principalmente de cartera automotriz, hipotecaria, consumo y flujos futuros.

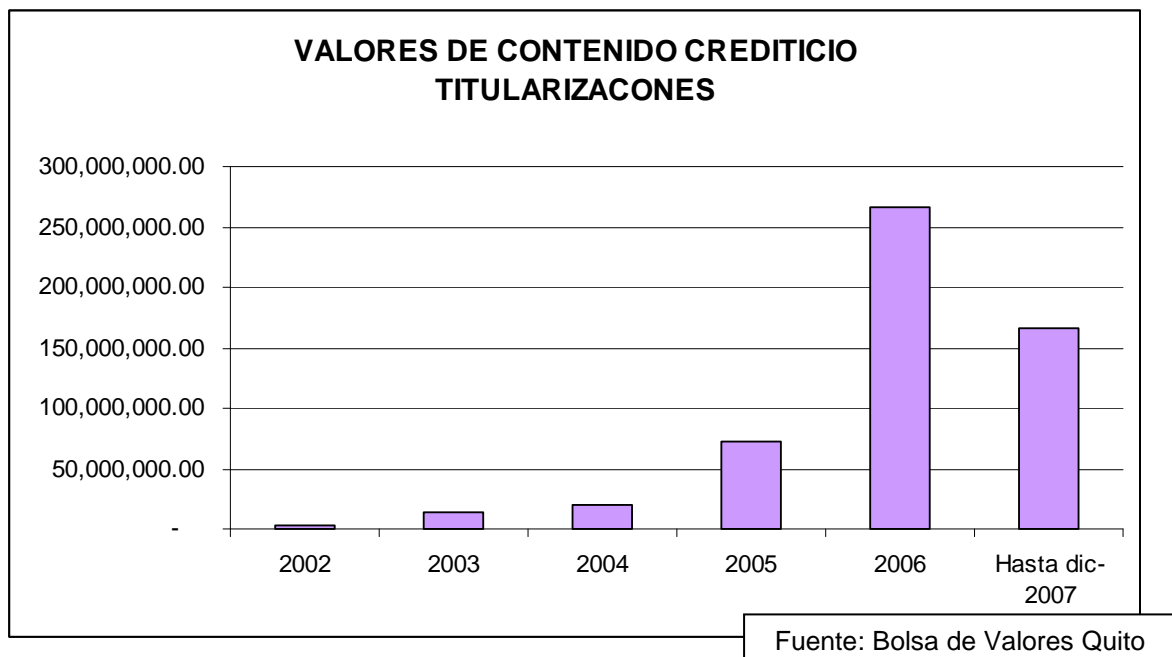


Grafico 3.7 Muestra los montos efectivos de los procesos de titularización desde del año 2002. Realizado por: Berenice Miranda N

La emisión de titularización ha tenido un crecimiento considerable en los últimos años; en el año 2002 casi no se utilizaba este instrumento en el mercado de valores ecuatoriano; para este año el monto efectivo negociado, apenas alcanzó a 3'142.258 dólares. Para diciembre del 2007 el monto negociado creció considerablemente llegando al valor de 166'838.330 dólares en la Bolsa de Valores de Quito; sin embargo, a pesar de que este valor es extraordinariamente superior al del año 2002, se puede observar que el valor de las operaciones del año 2006 son considerablemente superiores al del año 2007.

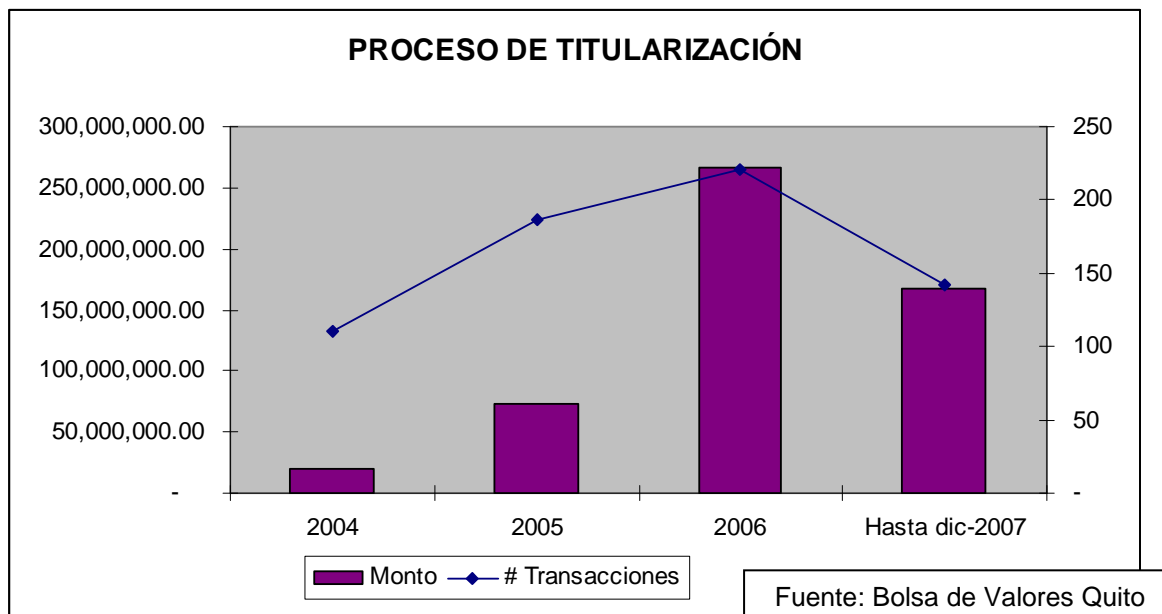


Grafico 3.8 Muestra los montos y número de transacciones de los procesos de titularización desde del año 2004 hasta diciembre del 2007.
Realizado por: Berenice Miranda N

En el gráfico 3.8 se aprecia que los cierres de las titulaciones crecieron hasta el año 2006 para luego descender en el período del 2007. De las 110 transacciones del año 2004 se negoció por un monto de 19'759.311.00 de dólares; para el 2005 este monto se incrementó a 72'764.309.00 de dólares negociado en 186 transacciones. Para diciembre del 2007, el monto negociado de titularizaciones de ese ejercicio económico fue menor al del año 2006 llegando a 166'838.330.00 dólares en 142 transacciones, frente a 265'847.004.00 dólares del 2006 en 221 transacciones.

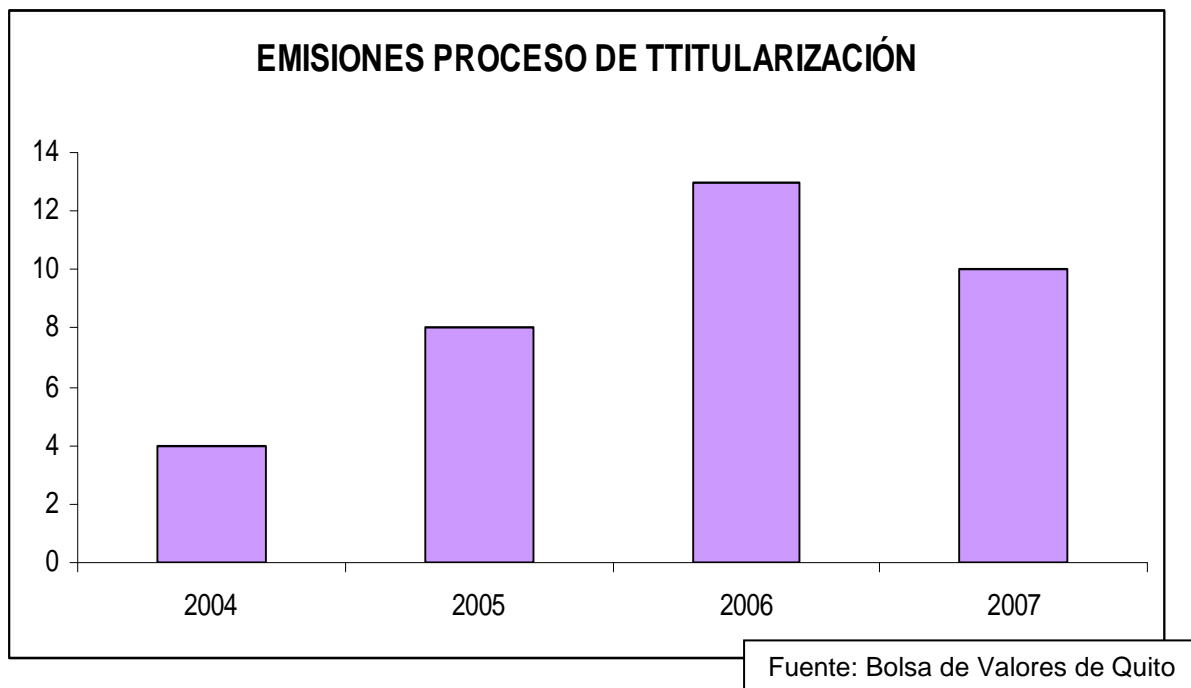


Grafico 3.9 Muestra las emisiones de titulaciones desde el año 2004 hasta diciembre del 2007.
Realizado por: Berenice Miranda N

En el grafico 3.9 se observa que el número de emisiones descienden durante el año 2007, siendo el 2006 la cima de la curva del proceso de titularización

De la lectura de los distintos gráficos se puede concluir que el año 2006 fue el mejor ejercicio económico para el negocio de titularizaciones.

3.4 COSTOS DE LAS DIFERENTES ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN

Los costos de emitir los diferentes títulos valor son los siguientes:

3.4.1 OBLIGACIONES:

Los costos estimados para la emisión de obligaciones son:

- Publicaciones 1,500.00 dólares
- Representante Obligacionistas 600.00 dólares
- Gastos Notariales 0.0800% Flat
- Agente Pagador 0.3000% Anual
- Registro Bursátil estimado 0.0200% Anual
- Calificación de Riesgo 5,000 dólares
- Comisión Colocación 0.27% Flat

Estos costos son una referencia obtenida de Valpacífico, con un ejemplo de una emisión de un millón de dólares, los costos alcanzarían a 42,500 dólares si se considera que se hace solo un pago antes de la emisión.

3.4.2 ACCIONES:

Tomando como referencia los costos de las obligaciones se puede decir, que los costos aproximados de emitir acciones serían:

- Publicaciones 1,500.00 dólares
- Gastos Notariales 0.0800% Flat
- Registro Bursátil estimado 0.0200% Anual
- Calificación de Riesgo 5,000 dólares
- Comisión Colocación 0.27% Flat

Con el mismo ejemplo dado anteriormente los costos aproximados serían 10.200,00 dólares, en una emisión de un millón de dólares considerando que se hace solo un pago antes de la emisión.

3.4.3 TITULARIZACIÓN:

Tomando como referencia los costos de las obligaciones se puede decir, que los costos aproximados de un proceso de titularización serían:

○ Publicaciones	1,500.00 dólares
○ Agente de Manejo	600.00 dólares
○ Gastos Notariales	0.0800% Flat
○ Agente Pagador	0.3000% Anual
○ Registro Bursátil estimado	0.0200% Anual
○ Calificación de Riesgo	5,000 dólares
○ Comisión Colocación	0.27% Flat
○ Estructurador	1% Flat

Tomamos el supuesto que el agente de manejo cobra lo mismo que el representante de los obligacionistas, entonces se tendría los mismos costos que los de la emisión de obligaciones, a excepción del costo del estructurador, el cual se encarga de analizar los flujos de caja y la capacidad de pago del emisor de la titularización; los costos alcanzarían a 52,500.00 dólares en una emisión de un millón de dólares; y, si se considera que se hace solo un pago antes de la emisión.

Como se observa, los costos de titularización son más elevados frente a las otras fuentes de financiamiento mencionadas; lo que evidentemente ha afectado a que las empresas puedan utilizar esta herramienta de financiamiento.

3.5 MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR

En el mercado de valores ecuatoriano se ha negociado USD 3.511'382.987,04 durante el año 2007, de este monto, el 28,17% corresponde a negociaciones de papeles del sector público y el 71,83% restantes son por negociaciones de papeles del sector privado.

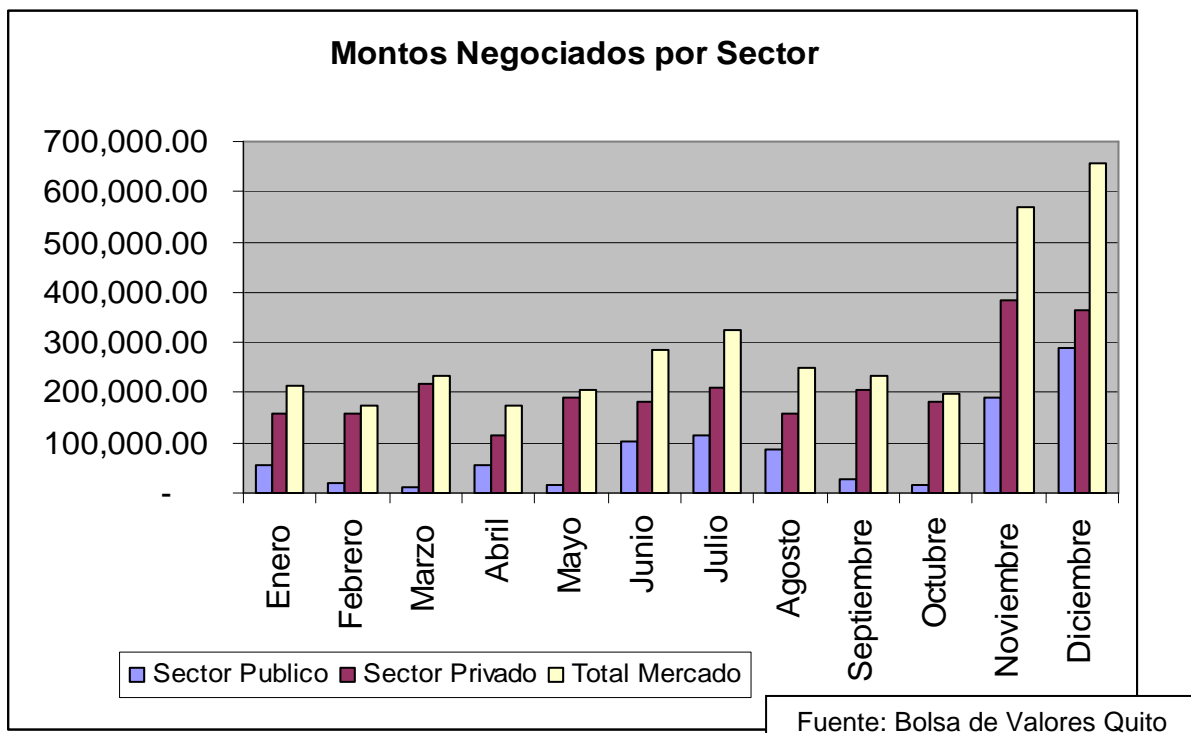


Grafico 3.10 Muestra los montos negociados mensualmente en las Bolsas de Valores en el año 2007, por tipo de sector.

Realizado por: Berenice Miranda N

Del monto negociado en el año 2007 en las Bolsas de Valores, entre los papeles del sector privado se tiene que el 7,91% corresponde a titularizaciones, el 8,33% a negociación de acciones; para el papel comercial se tiene 5,11%, el 3,10% a obligaciones, siendo el papel con el menor porcentaje; y, el 75,55% restante corresponde a otros papeles; siendo las instituciones bancarias las que emiten la mayoría de estos papeles, lo que nos muestra que el mercado de valores es más utilizado por el sistema bancario que por cualquier otro tipo de empresas.

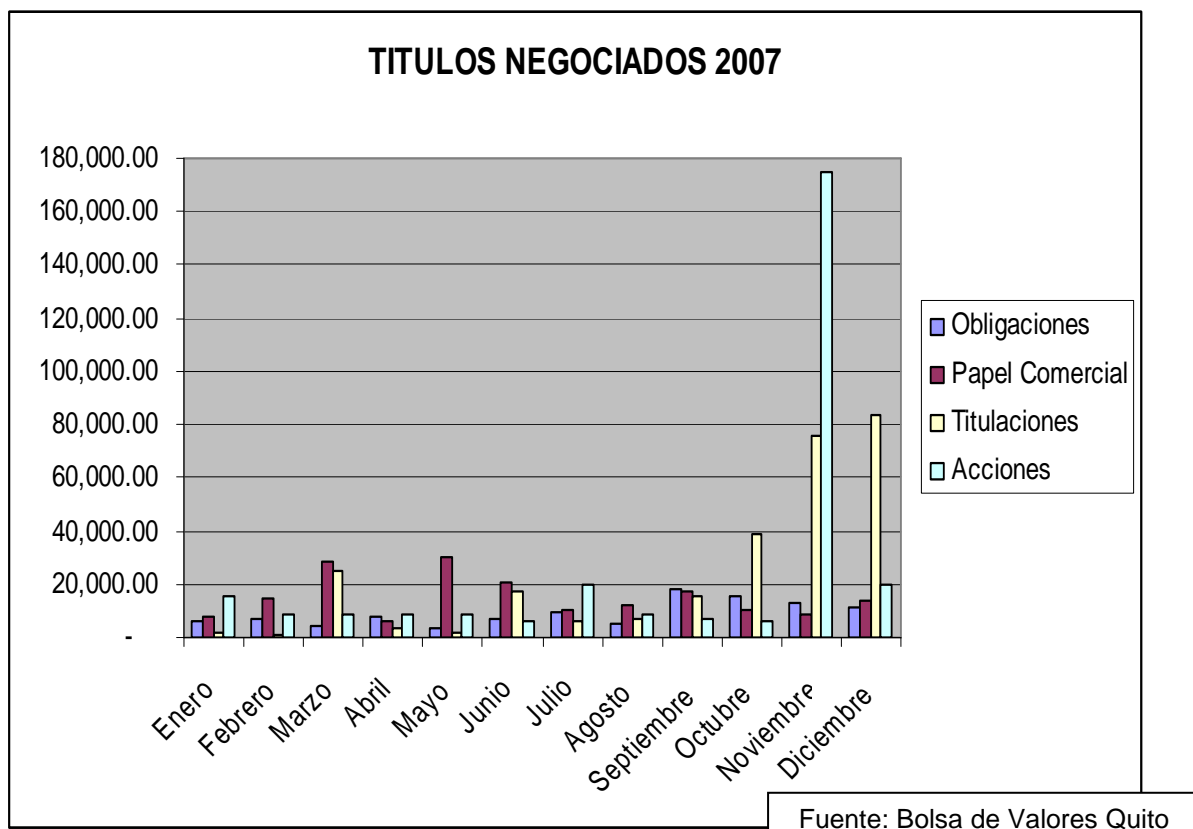


Grafico 3.11 Muestra los títulos negociados mensualmente en la Bolsa de Valores de Quito en el año 2005, por tipo de títulos valores.
Realizado por: Berenice Miranda N

En el gráfico 3.11 se observa, que los procesos de titularizaciones en los meses de octubre a diciembre se negociaron en su mayoría; y, el papel

comercial fue el de mayor presencia, ya que éste se negoció durante todos los meses del año. También se puede observar que en el mes de noviembre el monto negociado en acciones aumenta; esto se debe a que en este mes se negociaron cuotas de participación.

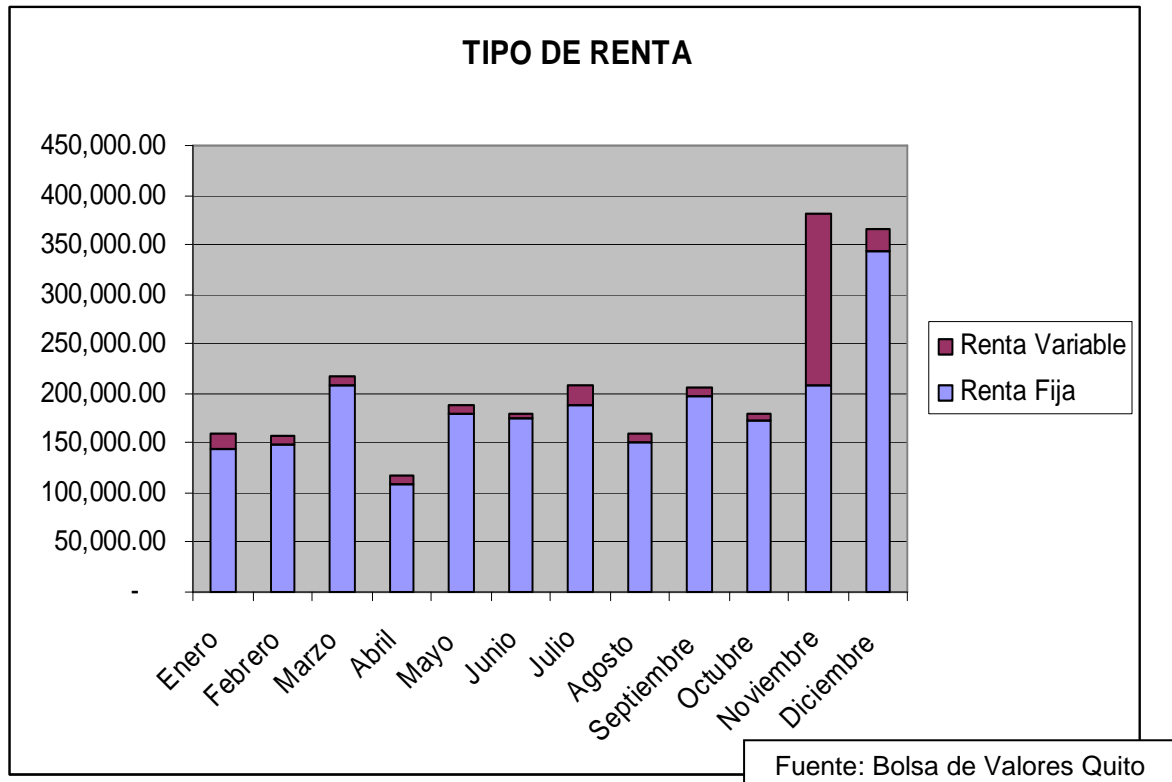


Gráfico 3.12 Muestra los montos negociados mensualmente en las Bolsas de Valores en el año 2007, por tipo de sector. Realizado por: Berenice Miranda N

En el gráfico 3.12 se ve que la mayor parte de negociaciones son de renta fija, a pesar de que en el mes de noviembre casi se igualan los montos de los cierres, esto se debe a que en este mes se negociaron cuotas de participación, las cuales aumentan en forma significativa el monto total negociado en renta fija.

De los USD 2.370'080.194,24 negociados en papeles del sector privado durante el 2007 en la Bolsa de Valores de Quito; el 76,18% corresponde a nuevas colocaciones; es decir, son de mercado primario; y, el 23,82% corresponde a negociaciones de anteriores colocaciones; es decir, de mercado secundario; lo que demuestra que la negociación de este tipo de papeles en el mercado de valores ecuatoriano no está muy desarrollado, lo que conlleva a que haya poca oferta de papeles y pocas opciones para los inversionistas. Por otra parte, esto afecta a la liquidez de los títulos negociados ya que una característica básica para que funcione un mercado bursátil, es que exista la suficiente capacidad de negociación de los papeles que en dicho mercado se transan.

Eugene F Brigham en su libro Fundamentos de Administración Financiera dice:

“Una economía saludable depende de la existencia de transferencias eficientes de fondos provenientes de los ahorradores netos para las empresas, los gobiernos y los individuos que necesitan fondos. Sin la existencia de transferencias eficientes, la economía no podría funcionar (...) Sin la existencia de mercados financieros, el nivel de empleo y de productividad y por lo tanto el nivel de vida sería más bajo. Por consiguiente, es esencial que nuestros mercados financieros funcionen de manera eficiente, no sólo rápidamente, sino también a un costo muy bajo”

Si los Mercados Financieros son los mecanismos por el cual entran en contacto los prestamistas y los prestatarios, para que las empresas obtengan financiamiento con costos más bajos, éstas tienen que hacer un análisis más profundo de las diferentes opciones que estos mercados ofrecen. A continuación se muestran los rendimientos de algunos mercados:

Banca Nacional:

Fecha	Tasa Activa Referencial
Ene-05	7,64
Feb-05	8,52
Mar-05	9,19
Abr-05	8,84
May-05	9,66
Jun-05	9,23
Jul-05	9,35
Ago-05	8,49
Sep-05	8,59
Oct-05	7,9
Nov-05	8,78
Dic-05	8,73
Ene-06	8,59
Feb-06	8,69
Mar-06	8,69
Abr-06	8,8
May-06	8,8
Jun-06	8,64
Jul-06	8,99
Ago-06	9,00
Sep-06	8,61
Oct-06	8,83
Nov-06	9,97
Dic-06	8,85
Ene-07	9,36
Feb-07	9,51
Mar-07	9,28
Abr-07	9,81
May-07	9,98
Jun-07	9,74
Jul-07	10,27
Ago-07	10,92
Sep-07	10,82
Oct-07	10,7
Nov-07	10,55
Dic-07	10,72

Realizado por: Berenice Miranda N

Cuadro 4.5

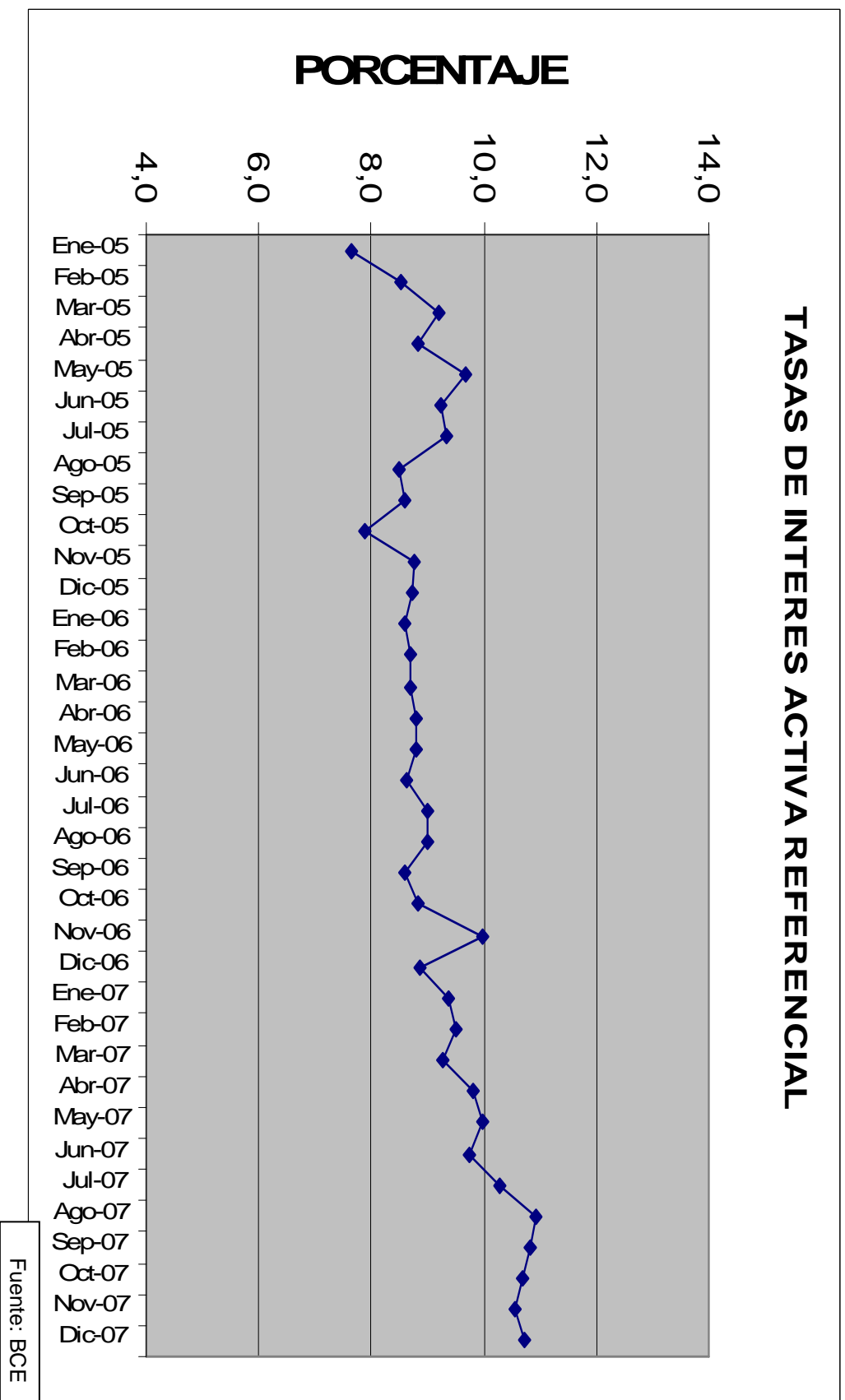


Grafico 4.7 Muestra el desarrollo de la Tasa Activa Referencial del año 2005 hasta mayo del 2006
 Realizado por: Berenice Miranda N

Banca Internacional:

Fecha	Tasa PRIME	Tasa LIBOR
Ene-05	5,25	2,75
Feb-05	5,25	2,92
Mar-05	5,50	3,12
Abr-05	5,75	3,21
May-05	6,00	3,34
Jun-05	6,00	3,52
Jul-05	6,25	3,70
Ago-05	6,50	3,87
Sep-05	6,75	4,06
Oct-05	6,75	4,26
Nov-05	7,00	4,42
Dic-05	7,25	4,52
Ene-06	7,25	4,68
Feb-06	7,50	4,82
Mar-06	7,75	5,00
Abr-06	7,75	5,13
May-06	8,00	5,23
Jun-06	8,25	5,48
Jul-06	8,25	5,47
Ago-06	8,25	5,40
Sep-06	8,25	5,37
Oct-06	8,25	5,37
Nov-06	8,25	5,37
Dec-06	8,25	5,36
Jan-07	8,25	5,36
Feb-07	8,25	5,35
Mar-07	8,25	5,33
Apr-07	8,25	5,33
May-07	8,25	5,33
Jun-07	8,25	5,33
Jul-07	8,25	5,36
Aug-07	8,25	5,62
Sep-07	7,75	5,23
Oct-07	7,75	4,9
Nov-07	7,5	5,15
Dec-07	7,25	4,73

Realizado por: Berenice Miranda N

Cuadro 4.6

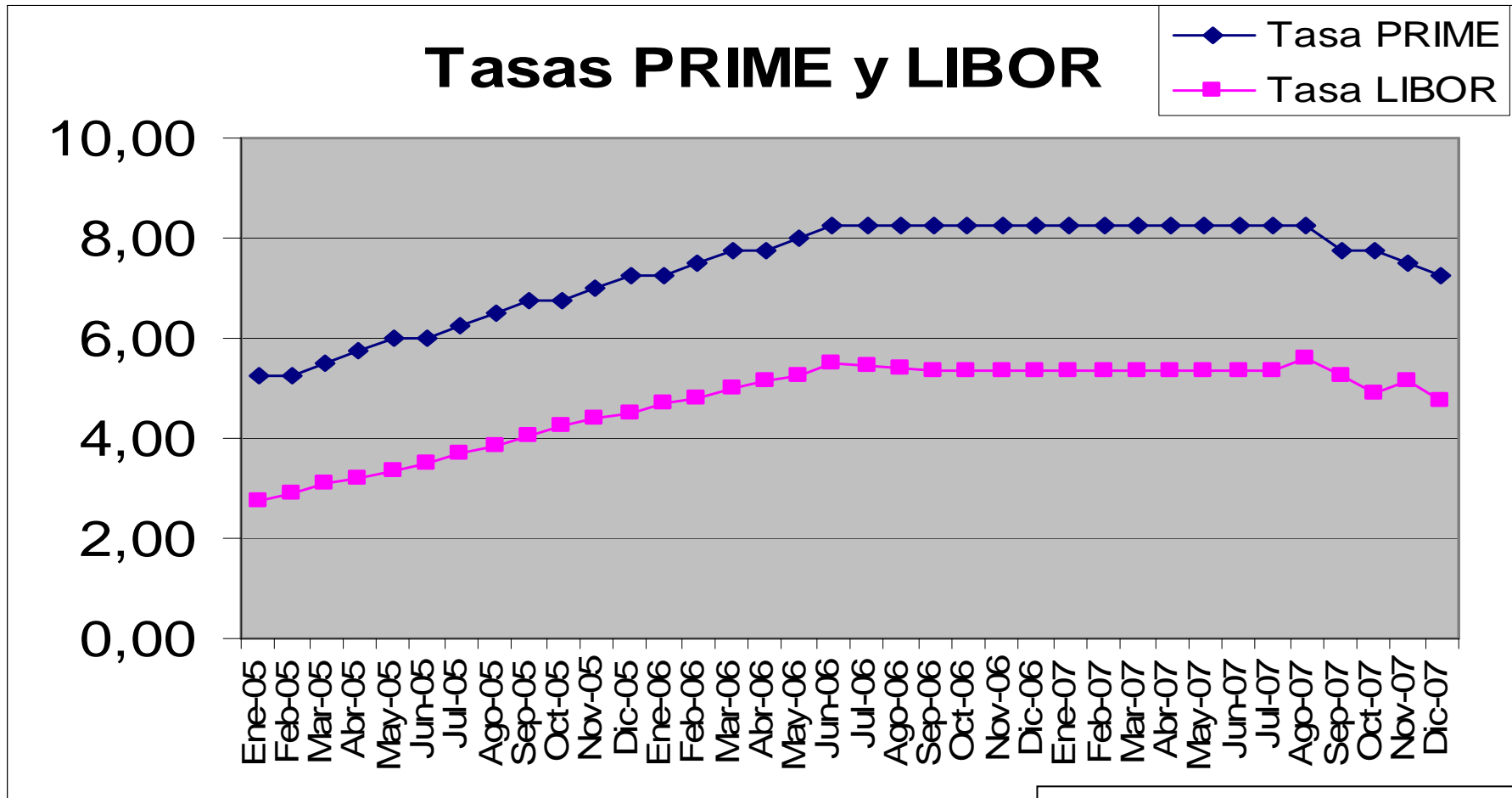


Grafico 4.8 Muestra el desarrollo de la Tasa PRIME y LIBOR del año 2005 hasta el 2007
 Realizado por: Berenice Miranda N

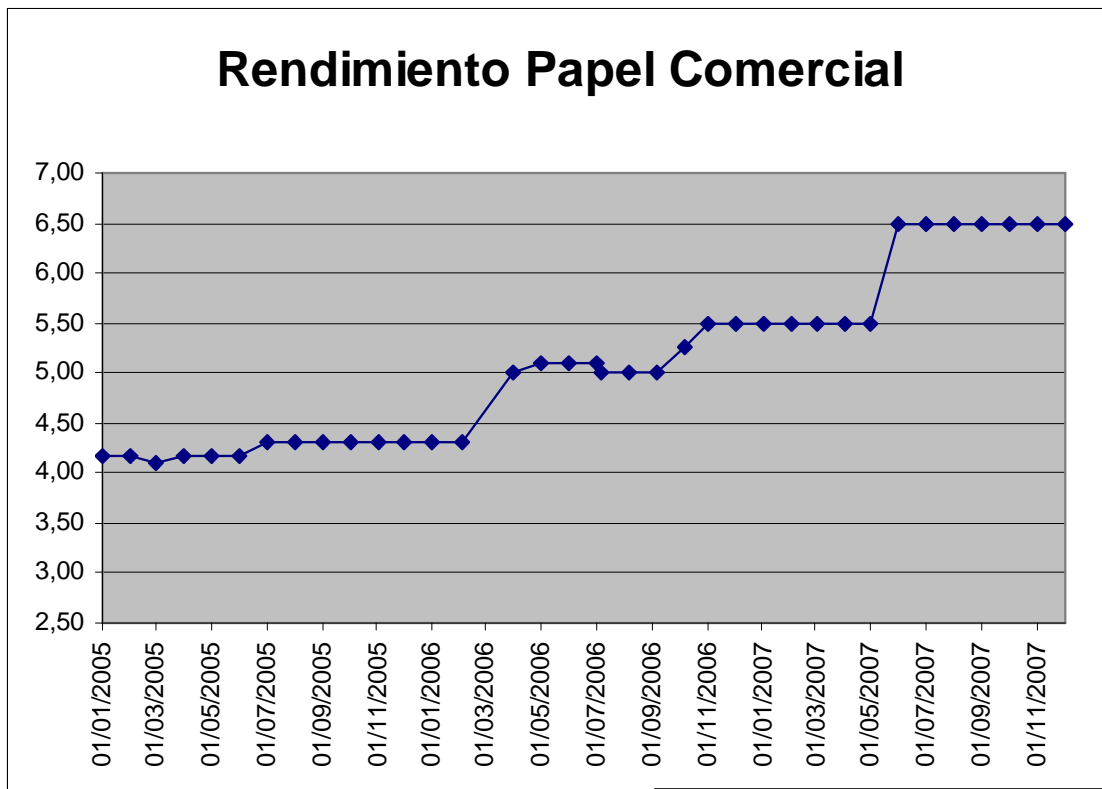
Fuente: Banco Central del Ecuador
<http://www.consorcio.com.uy/indicesLIBB.html>

Mercado de Valores: Se tomará los rendimientos del Papel Comercial ya que son papeles de corto plazo, en especial se tomarán las colocaciones a 90 días para poder comparar con las tasa de interés antes mencionadas.

Fecha	Rendimiento
Ene-05	4,18
Feb-05	4,18
Mar-05	4,09
Abr-05	4,18
May-05	4,18
Jun-05	4,18
Jul-05	4,30
Ago-05	4,30
Sep-05	4,30
Oct-05	4,30
Nov-05	4,30
Dic-05	4,30
Ene-06	4,30
Feb-06	4,30
Mar-06	5,00
Abr-06	5,10
May-06	5,10
Jun-06	5,10
Jul-06	5,00
Ago-06	5,00
Sep-06	5,00
Oct-06	5,25
Nov-06	5,50
Dic-06	5,50
Ene-07	5,50
Feb-07	5,50
Mar-07	5,50
Abr-07	5,50
May-07	5,50
Jun-07	6,50
Jul-07	6,50
Ago-07	6,50
Sep-07	6,50
Oct-07	6,50
Nov-07	6,50
Dic-07	6,50

Realizado por: Berenice Miranda N

Cuadro 4.7



Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Grafico 4.9 Muestra el desarrollo del rendimiento del Papel Comercial desde el año 2005 al 2007

Realizado por: Berenice Miranda N

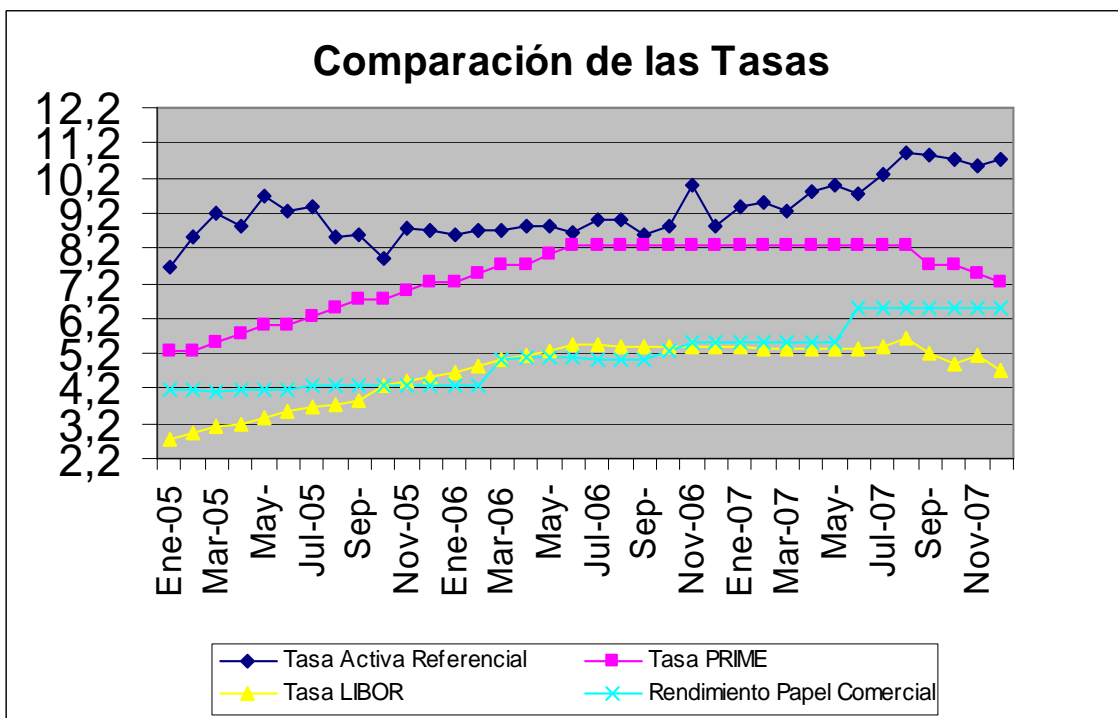


Grafico 4.10 Muestra el desarrollo de la Tasa Activa Referencial, PRIME, LIBOR y Rendimiento de Papel Comercial del año 2005 hasta el año 2007.

Realizado por: Berenice Miranda N

Tomando las emisiones de papel comercial que existieron desde el año 2005 al año 2007, se puede observar que las empresas que emitieron este papel obtuvieron una tasa de interés más conveniente, que la de un crédito bancario. La pregunta que surge es ¿Por qué entonces no hay más empresas dirigiéndose al mercado de valores?

Para saber que crédito es el más barato, también tenemos que considerar los costos adicionales.

Banca Nacional: Para comparar los costos se tomarán en cuenta las comisiones que los bancos cobraban hasta julio del 2007, estas se encontraban entre el 1,50% y el 4%; el promedio de las mismas sería 2,75%

Banca Internacional: Las comisiones se encuentran entre el 0,475% y el 0,6% en promedio sería 0,5375%

Mercado de Valores – Papel comercial: Los costos de este papel son los mismos que para las obligaciones; así tendríamos que para una deuda de un millón de dólares los gastos son aproximados a 42.500 dólares, en porcentaje sería del 4,25%. Para una titularización los costos serían mayores; si existiera la posibilidad de hacer un proceso de titularización a corto plazo, estos serían de 52,500 dólares en una deuda de un millón de dólares, en porcentaje sería el 5.25%

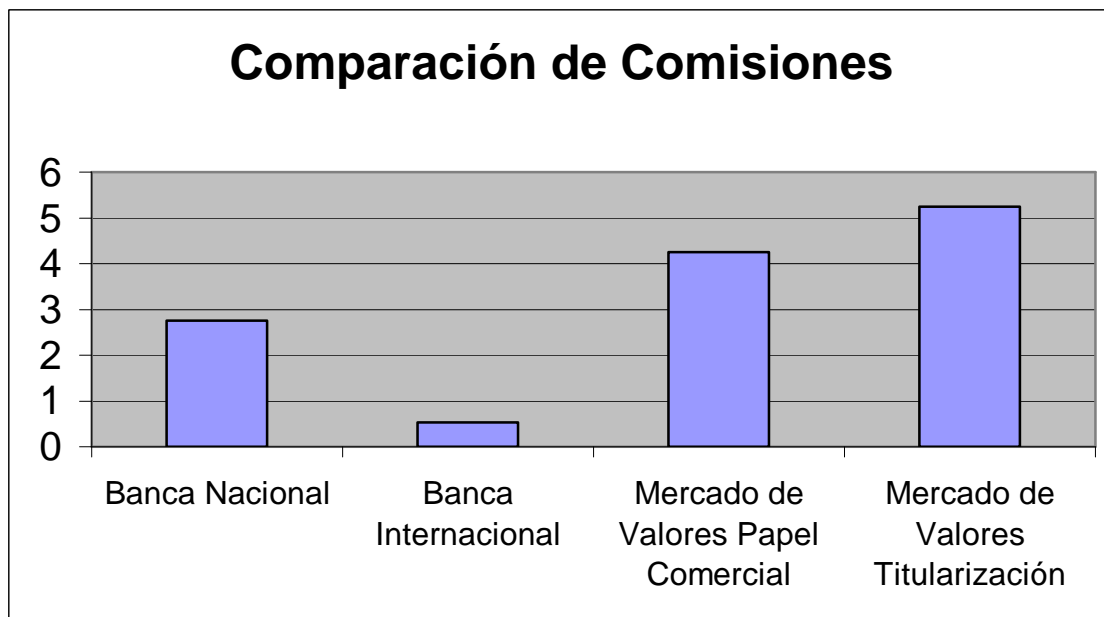


Grafico 4.11 Muestra las diferentes posibilidades de comisiones
Realizado por: Berenice Miranda N

En este caso, el costo de emitir títulos valores es mayor que las otras dos opciones; pero se debe tener en cuenta que a mayor monto de emisión menor es el costo final.

Los empresarios deben tomar en cuenta el monto, el plazo y la tasa del financiamiento que necesita la empresa; para poder qué opción de crédito es la más conveniente y sobre todo cual es la de más bajo costo.

Para tratar de contestar la pregunta planteada anteriormente se deben tomar en cuenta algunos factores:

1. El poco desarrollo del mercado de valores ecuatoriano.
2. Los montos negociados en este mercado y su alta dependencia de títulos del sector público.

3. La alta liquidez del sector financiero.
4. La tendencia de las tasas de interés.
5. Los costos de emisión de valores.

Todo lo anterior nos lleva a concluir; que mientras no haya un desarrollo del mercado de valores que lleve a ser eficiente (concepto analizado en páginas anteriores), por lo tanto que existan inversionistas suficientes que demanden los títulos que el mercado genere; y, que los costos de emisión se sitúen en niveles competitivos, las opciones de emisión de deuda por parte del mercado de valores seguirán estando en segundo plano. Claro está, todo esto es un reflejo de la sanidad económica del país; por lo tanto, esto es clave para el desarrollo de los mercados.

CAPITULO IV

4. ANALISIS DE LA INVESTIGACIÓN

4.1 RESULTADOS OBTENIDOS Y ANÁLISIS DE LA ENCUESTA A EMPRESAS

De las encuestas realizadas para la obtención de información primaria referente a este trabajo, se consiguieron los siguientes datos. A continuación el análisis de la tabulación a las respuestas obtenidas y sus gráficos respectivos de las encuestas realizadas a los directores financieros de varias empresas (calculado de la muestra anexo B).

1) **¿Cómo se financiaron los proyectos que últimamente ha realizado la empresa? (Largo plazo)**



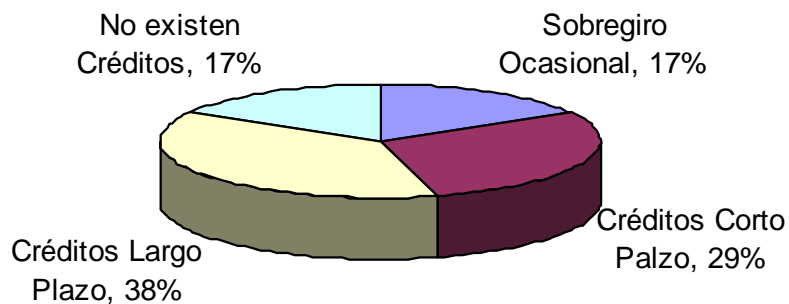
2) **¿Cómo obtiene los recursos financieros que necesita la empresa? (Corto Plazo)**



El financiamiento de las empresas se sustenta en la utilización de créditos bancarios, mostrando que el mercado monetario continúa siendo el mecanismo preferido para las operaciones financieras de las empresas, y el uso de recursos propios, que en el fondo implica la capitalización de utilidades retenidas.

3) SU ÚLTIMO CRÉDITO FUE:

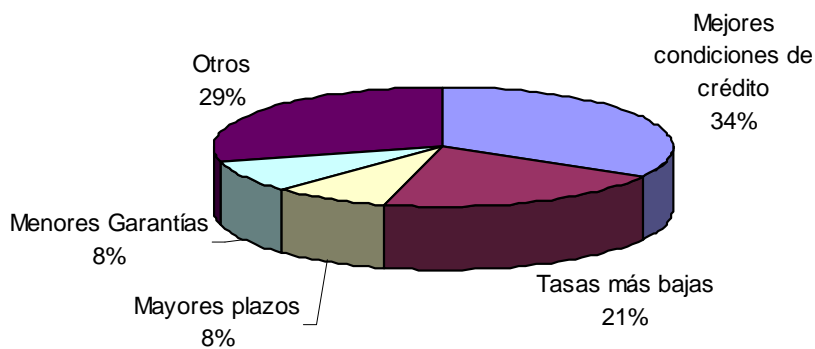
SOBREGIRO OCASIONAL
CRÉDITO A LARGO PLAZO
CRÉDITO A CORTO PLAZO
NO EXISTEN CRÉDITOS



Como se observa, un porcentaje significativo del 38% de las empresas se endeudan a largo plazo; esto quiere decir, que buscan financiamiento mayor de un año, claro está que le siguen los créditos a corto plazo; lo que nos indica que las empresas dependen de las instituciones bancarias para financiar a sus

empresas; con un porcentaje menor, están los sobregiros ocasionales; y, existen empresas que no buscan financiamiento.

4) MENCIONE TRES CONDICIONES QUE NECESITARÍA SU FUENTE DE FINANCIAMIENTO PARA QUE LA EMPRESA CREZCA



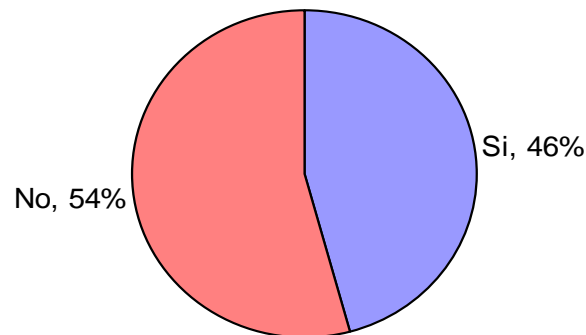
El 34% de las empresas reconoce que necesitan mejores condiciones de crédito de los que ofrece hoy el mercado financiero; le sigue las tasas de interés mas bajas de las actuales, con mayores plazos y menores garantías.

Entre otras condiciones se menciona; menos papeleo para la obtención de crédito, meses de gracia, mejores alternativas de financiamiento, entre otras.

5) ¿ESTARÍA DISPUESTO USTED A PUBLICAR SUS BALANCES PARA OBTENER FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO?

SI.....

NO.....

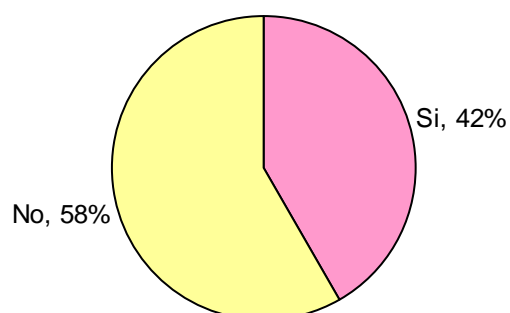


Todas las empresas reconocen la necesidad de tener alternativas de financiación y de operar en un mercado financiero más eficiente, pero más de la mitad de las empresas no están dispuestas a publicar sus balances, restando de esta manera importancia a la transparencia y fluidez de información, generalmente reconocidos como factores esenciales para el desarrollo del mercado de valores.

6) ALGUNA VEZ: ¿HA USADO LOS SERVICIOS DE LA BOLSA DE VALORES?

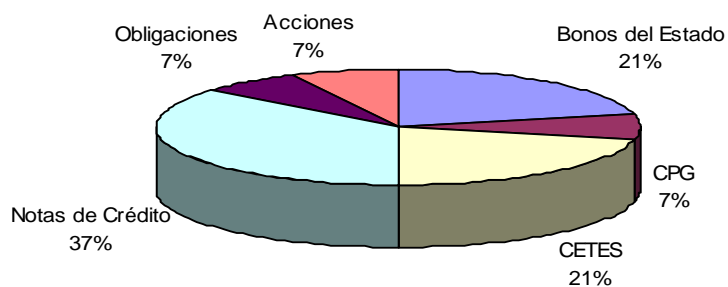
SI.....

NO.....



Las empresas que no han utilizado los servicios de las bolsas de valores son mayores con un 58%, comparando con la pregunta anterior podemos observar que son más las empresas que no han utilizado los servicios de la Bolsa de Valores y que no están dispuestas a publicar la información de la empresa para obtener financiamiento a largo plazo. Esos porcentajes son un claro indicativo de la dificultad de promover y desarrollar el mercado de valores.

SI SU RESPUESTA ES SÍ. ¿CUAL(ES) HA USADO?

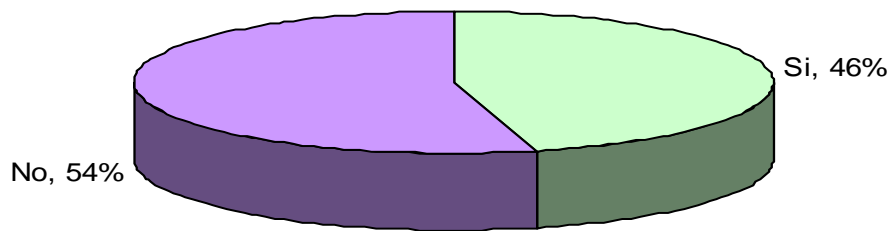


Los papeles más negociados, han sido los que el Estado emite; como se puede observar las notas de crédito son las más negociadas por las empresas encuestadas, seguidas por los bonos del Estado y los Certificados de Tesorería, lo que nos muestra que el mercado de valores existe gracias a la participación del gobierno, sin esta intervención el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano sería aun menor al existente.

7) ¿ESTARÍA DISPUESTO A BUSCAR FINANCIAMIENTO POR MEDIO DE LA BOLSA DE VALORES?

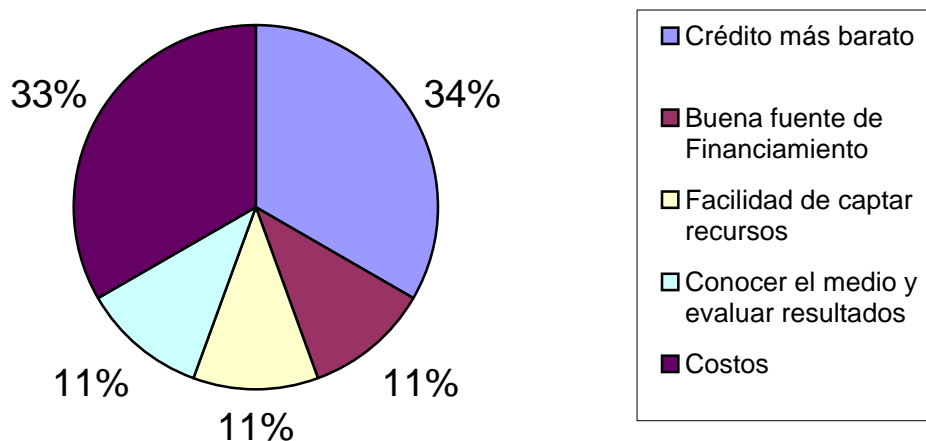
SI.....

NO.....



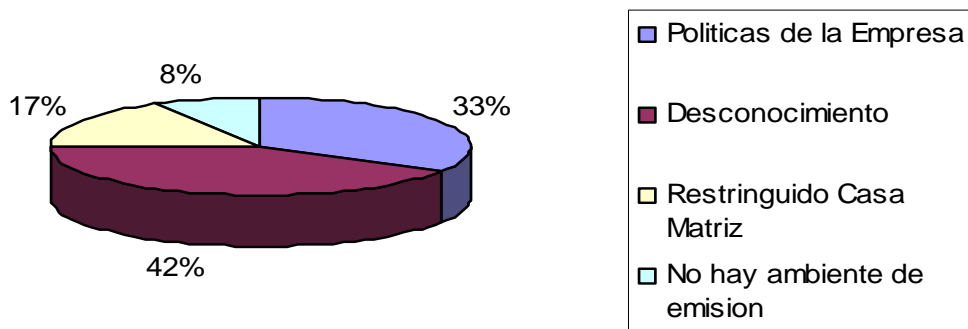
Si se compara las respuestas de esta pregunta, con las respuestas que las empresas dieron en la pregunta 5, se puede decir que el mismo porcentaje de empresas que no están dispuestas a publicar sus balances para obtener financiamiento a largo plazo, tampoco están dispuestas a buscar financiamiento por medio de la Bolsa de Valores.

¿PORQUE SI?



A pesar de que las empresas admiten que el crédito por medio de la Bolsa de Valores es una buena opción porque se puede conseguir crédito más barato, muy pocas empresas están dispuestas a buscar financiación por medio de esta alternativa.

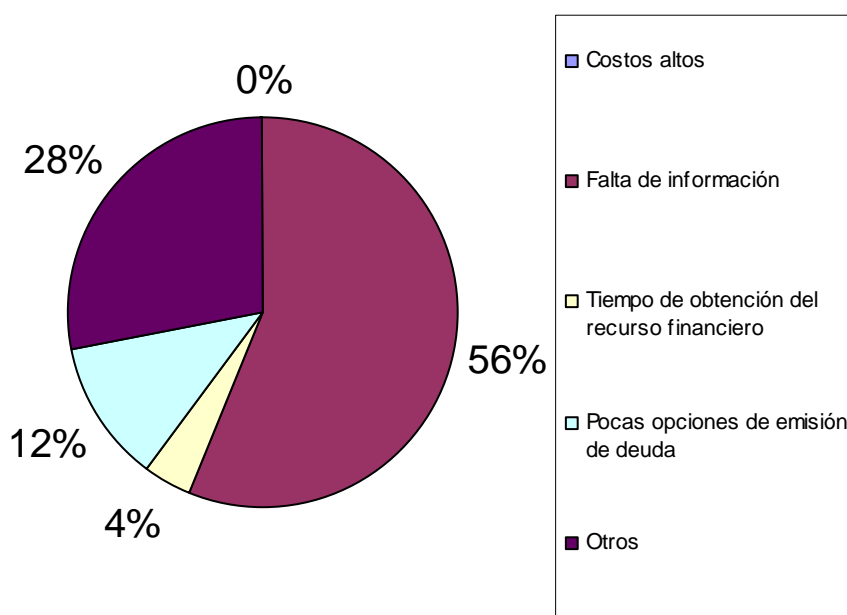
¿PORQUE NO?



Del porcentaje de empresas que no buscarían financiamiento en la Bolsa de Valores, la mayoría es por no conocer el servicio; y, por políticas de la propia empresa; tal vez por el desconocimiento de este mecanismo, las políticas de la empresa no permitan buscar nuevas alternativas de financiamiento, eso muestra la poca cultura bursátil que existe en el Ecuador.

8) ¿CUALES SON LOS FACTORES POR LOS QUE NO HA BUSCADO FINANCIAMIENTO POR MEDIO DE LA BOLSA DE VALORES?

**COSTOS ALTOS
FALTA DE INFORMACIÓN
TIEMPO DE OBTENCIÓN DEL RECURSO FINANCIERO
POCAS OPCIONES DE EMISIÓN DE DEUDA
OTROS**



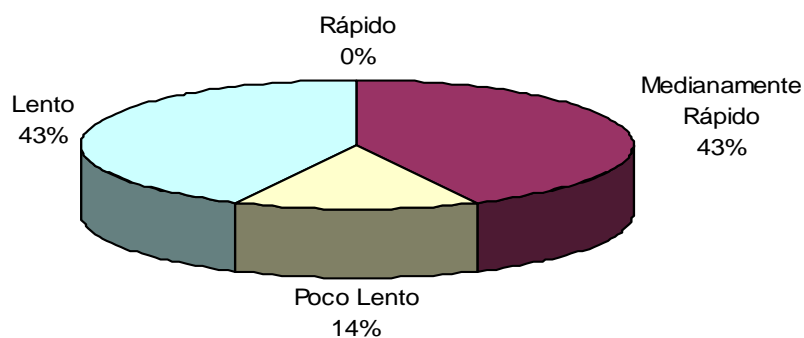
Las empresas en su mayoría aducen, a la falta de información y a las escasas opciones de emisión de deuda, su escasa participación en la utilización de mecanismos de financiamiento por medio de la bolsa de valores; lo que confirma el poco deseo de las empresas de promover el mercado de valores como un mecanismo idóneo y eficaz para motivar la transferencia de recursos entre las unidades superavitarias y deficitarias en una economía.

4.2 RESULTADOS OBTENIDOS Y ANÁLISIS DE LA ENCUESTA A OPERADORES DE VALORES

De las encuestas realizadas para la obtención de información primaria referente a este trabajo, se consiguieron los siguientes datos. A continuación el análisis de la tabulación a las respuestas obtenidas con sus gráficos de las encuestas realizadas a los operadores de valores que tienen conocimiento de la estructuración e intermediación de valores.

1) EL PROCESO DE EMISIÓN DE UN TÍTULO DE DEUDA POR MEDIO DEL MERCADO DE VALORES ES:

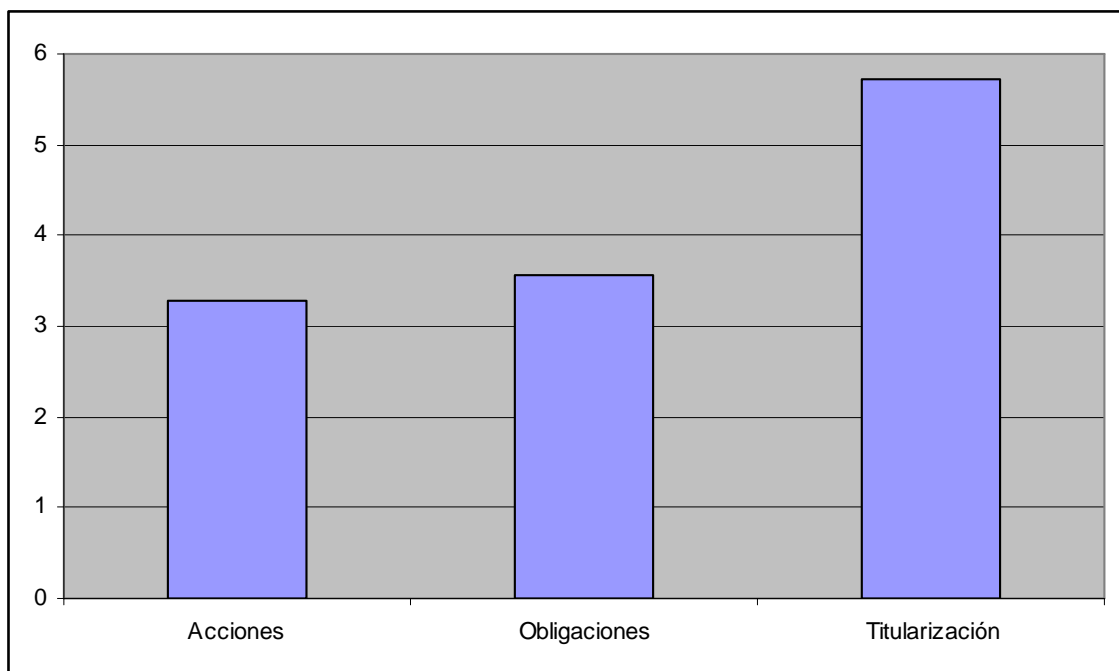
RÁPIDO
MEDIANAMENTE RÁPIDO
POCO LENTO
LENTO



El proceso de emisión de deuda por medio del mercado de valores es medianamente rápido a lento. Los operadores de valores en un 43% opinan que el proceso es medianamente rápido; mientras que el mismo porcentaje siguen catalogando al proceso como lento. Pero ningún operador ha considerado que el proceso sea rápido.

2) SEGÚN SU EXPERIENCIA CUAL HA SIDO EL TIEMPO EN MESES QUE SE DEMORA UN PROCESO DE EMISIÓN:

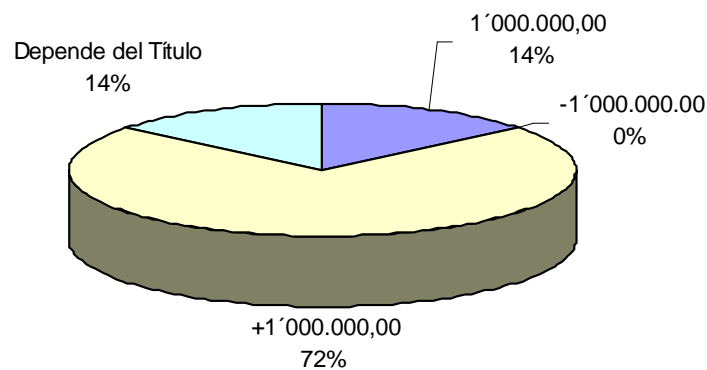
**ACCIONES
OBLIGACIONES
PROCESO DE TITULARIZACIÓN**



El proceso de emisión de deuda por medio del mercado de valores dependiendo del título valor que se va a emitir, toma aproximadamente de 3 a 6 meses, siendo el proceso de titularización el que más tiempo se demora, claro está, que este tiempo varía dependiendo de la empresa y de su estructura.

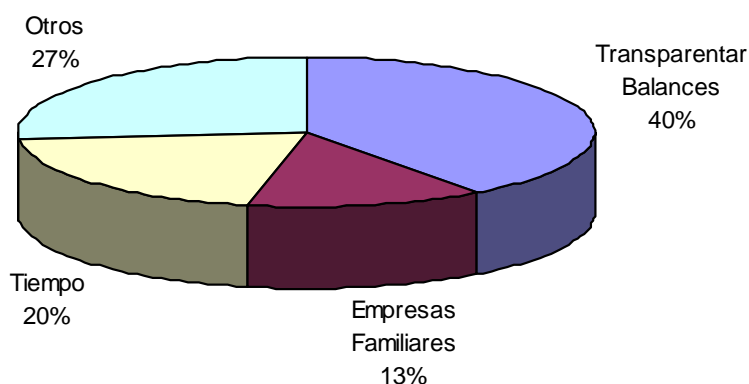
3) SEGÚN SU CRITERIO: ¿CUÁL SERÍA EL MONTO MÍNIMO DE FINANCIAMIENTO PARA QUE SEA BENEFICIOSO PARA UNA EMPRESA EMITIR TÍTULO DE DEUDA?

**UN MILLÓN DE DÓLARES
MENOS DE UN MILLÓN DE DÓLARES
MÁS DE UN MILLÓN DE DÓLARES
DEPENDE DEL TÍTULO**



Para que una empresa se endeude por medio del mercado de valores debe tener una necesidad de financiamiento mayor de un millón de dólares, para poder acceder a los beneficios que esta fuente de financiamiento ofrece.

4) SEGÚN USTED: ¿CUALES SERÍAN LAS PRINCIPALES BARRERAS QUE ENFRENTAN LAS EMPRESAS EN EL PROCESO DE EMISIÓN DE DEUDA EN EL MERCADO DE VALORES?

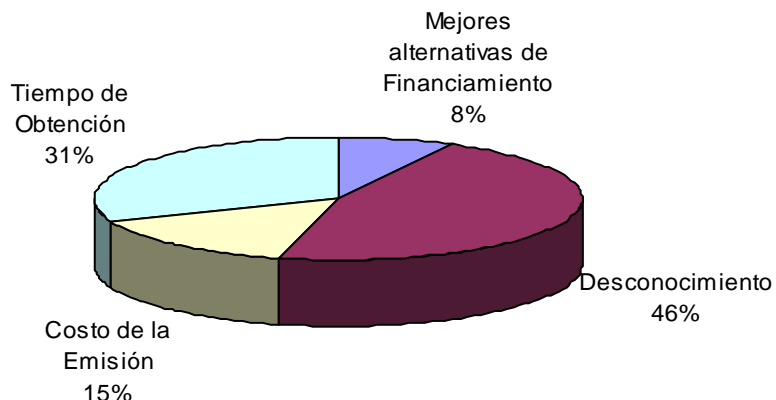


La principal barrera a la que se enfrenta las empresas que decidieron emitir deuda por medio del Mercado de Valores, es la necesidad de transparentar sus balances; tal vez se debe a que las empresas son familiares; otra de las barreras mencionadas es el tiempo que demora la estructuración de la emisión.

Otras de las barreras con menores menciones, pero no menos importantes son; la falta de conocimiento del mercado, la necesidad de una calificación de riesgo, los costos de la emisión y la resistencia de las empresas en proporcionar la información necesaria.

5) LOS EMPRESARIOS NO BUSCAN FINANCIAMIENTO POR MEDIO DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO POR:

- MEJORES ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**
- DESCONOCIMIENTO**
- COSTOS DE LA EMISIÓN**
- TIEMPO QUE SE DEMORA LA OBTENCIÓN DEL FINANCIAMIENTO**
- TODAS LAS ANTERIORES**



El 46% de los operadores coinciden, que el desconocimiento de esta alternativa de financiamiento es la principal barrera que se encuentra, seguida por el tiempo que se demora en la obtención del financiamiento con el 31%, luego con un 15% el costo de la emisión; quedando en último lugar con el 8% mejor alternativa de financiamiento.

6) SEGÚN SU EXPERIENCIA: ¿CUÁLES SON LOS COSTOS DE EMISIÓN DE DEUDA?

Los costos de una emisión, van de un rango del 1% al 2,5% del valor de la emisión, claro está que este porcentaje podría ser mayor, si la emisión es en montos menores de un millón de dólares como se observa en la pregunta número 3, donde la mayoría de los operadores, coinciden en que el monto debe ser más de un millón de dólares para que sea beneficiosa la emisión de deuda.

5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1 Conclusiones

Las empresas ecuatorianas tienen algunas opciones para financiar sus proyectos; como son: el crédito bancario nacional, el crédito bancario internacional y la emisión de deuda por medio del Mercado de Valores.

Para tomar la decisión de cual es la mejor opción se debe considerar el monto, la tasa, el plazo y las condiciones generales del financiamiento. De esta manera, se establece una alternativa que toma en cuenta los factores esenciales. Del análisis realizado en el sistema financiero nacional, mientras mayores sean los montos o plazos, mayor es la tasa de interés, como se observa en el cuadro de las operaciones de crédito, donde se muestra las diferentes tasas antes de que se implemente la ley financiera actual. Esto se debe al factor riesgo de no pago que se encuentra influenciado por los movimientos políticos y económicos que tiene el país, mismos que afectan al potencial de las empresas.

Desde el mes de agosto del 2007 la nueva ley financiera, obliga a incluir dentro de la tasa de interés el valor correspondiente a la comisión que antes se expresaba en forma separada. Cabe recalcar que cada institución financiera fija la tasa de interés y la comisión; siempre y cuando esté dentro de los parámetros establecidos por la ley. Sin embargo, la forma de eliminar las

comisiones por parte de la ley, lo que ha hecho es afectar en forma directa al costo del crédito, sin que éste haya disminuido.

Los créditos internacionales ofrecen varias ventajas al sector empresarial en comparación a los créditos que otorgan las instituciones financieras ecuatorianas. Las empresas pueden acceder a mayores montos, plazos más largos y costos más convenientes. Sin embargo, no hay que descuidar el riesgo de mercado que se puede dar cuando se contrata un crédito en otra divisa; éste se ve afectado por el tipo de cambio y sus fluctuaciones; por ello, el mismo mercado financiero ofrece opciones que ayudan a cubrir la volatilidad de la divisa. De igual manera, la posibilidad de acceso a este tipo de crédito se limita únicamente a empresas grandes o que cuenten con el aval del gobierno, las que además deben cumplir con ciertas condiciones de los mercados financieros internacionales. Actualmente la crisis que viven los mercados internacionales, ha hecho que este tipo de crédito se encuentre restringido.

La Ley del Mercado de Valores vigente en Ecuador, ha creado un marco legal y regulatorio que permite a las empresas iniciar un proceso de desintermediación bancaria; esto garantiza a los inversionistas un flujo de información que ayuda en la toma de decisiones y mejora la evaluación de los riesgos en el que se podría incurrir.

Como demuestra este estudio, en Ecuador, el desconocimiento por parte de los empresarios de las opciones de financiamiento que ofrece el Mercado de Valores, ha sido el principal factor de su poca acogida.

Es importante mencionar que, la emisión de deuda por medio del Mercado de Valores se puede realizar a través de títulos de renta fija o de renta variable.

Los títulos de renta fija, ofrecen entre otras cosas; mejor acceso al mercado, mejores plazos, diversificación de las fuentes de financiamiento y en ciertas condiciones, mejores costos. Bajo el esquema de títulos de renta variable, el beneficio más importante se refiere a la democratización del capital; esto es recomendable cuando el empresario busca ampliar su negocio por crecimiento o bien para fortalecer su patrimonio. No obstante, los empresarios no están dispuestos a elegir esta opción por miedo a perder el control de sus negocios.

Sin embargo, la mayor desventaja de este mecanismo de financiamiento es el tiempo de obtención del recurso, que en el mejor de los casos demora 3 meses. Esto se debe a la complejidad del análisis que realiza el estructurador del papel de la deuda y la aprobación de los diferentes entes de control (Consejo Nacional de Valores y la Bolsa de Valores).

La resistencia de los empresarios a entregar información de sus empresas al público, se ha convertido en una barrera clave, como se demuestra en la investigación, las empresas no están dispuestas a la apertura y transparencia

de información, lo que lleva a no tener participantes en este mercado y por lo tanto a no dinamizarse.

Los empresarios, reconocen las ventajas de operar en el mercado de valores en términos de menores costos de financiamiento; sin embargo, este beneficio tiene como contraparte una mayor difusión de información financiera y del escrutinio permanente de inversionistas y terceros; esto conlleva a una rendición de cuentas más intensa y la exigencia de mayores y mejores logros en el desempeño administrativo. Como se ha explicado, para que un mercado de valores sea eficiente debe poseer información. Esto explica el poco desarrollo del mercado de valores ecuatoriano.

El conocimiento del funcionamiento del mercado de valores es un requisito indispensable para el desarrollo del mismo. Esto sentaría las bases para la existencia de un mercado, que sirva de motor e impulso al desarrollo económico del país como se ha demostrado en varias economías desarrolladas.

No olvidemos lo que Eugene F Brigham en su libro *Fundamentos de Administración Financiera* dice: *"es esencial que nuestros mercados financieros funcionen de manera eficiente, no sólo rápidamente, sino también a un costo muy bajo"*. En el Ecuador los costos de emisión se deben ubicar en niveles competitivos y en la medida de lo posible reducir el tiempo en el que se

obtienen los recursos financieros. Sin esto, las opciones de emisión de deuda a través del mercado de valores seguirá ocupando el segundo plano.

5.2 Recomendaciones

La barrera más difícil de enfrentar es el desconocimiento. Una solución de corto plazo sería capacitar a los directores financieros, accionistas de las empresas que no cotizan en Bolsa y al público en general, sobre el funcionamiento del Mercado de Valores en el Ecuador y cómo se puede ingresar a él, ya sea como emisor o como inversionista.

Para que sea perdurable en el tiempo y ayude a crecer al Mercado de Valores en el largo plazo, se puede comenzar a trabajar en conjunto con las universidades del país, acordando que estas incluyan una materia de Mercado de Valores en su pensum, como ya lo han hecho algunas instituciones, para luego ingresar a los colegios de instrucción media con esta capacitación y así poder crear una cultura bursátil.

A pesar de los esfuerzos que ha hecho la Bolsa de Valores de Quito en su empeño a que en los colegios de segunda enseñanza aprendan a usar este mecanismo, estos esfuerzos se verán reflejados luego de algunos años, cuando los jóvenes participantes sean parte del mercado laboral; consecuentemente se recomienda ampliar y profundizar este aprendizaje.

El sistema bancario no debe pensar que el mercado de valores es su competencia, por el contrario debería empezar a trabajar en forma conjunta como mercados complementarios; así, el sistema bancario se ocuparía de créditos a corto plazo y el mercado de valores se ocuparía de créditos a largo plazo.

Otra barrera, es el tiempo que se demora en la obtención del recurso financiero, este tiempo disminuirá cuando los empresarios comiencen a tener una estructura financiera más ordenada y sólida, con un esquema financiero y contable más formal.

Por su parte, los entes de control deben agilizar los procesos de aprobación de las ofertas públicas y se deberían revisar las normas y procedimientos para que estos ayuden a disminuir el tiempo de emisión para que su aplicación sea más rápida y fácil.

Además estudios sectoriales apoyarían a que los sectores de la economía sean mejor analizados, por lo tanto los inversionistas tengan más elementos para la toma de decisiones en cuanto al riesgo. Esta es una responsabilidad compartida del sector público y privado.

Por último, la estandarización y publicación de los costos ayudaría a que los empresarios manejen datos exactos para su análisis y aplicación, así como se

vio la necesidad de que las instituciones bancarias transparenten sus comisiones para que bajen las tasas de interés, también ayudaría al Mercado de Valores que dichos costos sean conocidos. Por su parte, los empresarios deben comenzar a ver que si se exige transparencia en los procesos, también ellos deben transparentar su información.