



UNIVERSIDAD DE LAS AMÉRICAS
Laureate International Universities®

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS

**ANÁLISIS DE LOS BENEFICIOS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE
LAS EMPRESAS DE TURISMO ECUATORIANAS:
CASO METROPOLITAN TOURING**

**Trabajo de titulación presentado en conformidad a los requisitos
establecidos para optar por el título de
Licenciada en Finanzas**

Profesor Guía:

Economista Víctor Zabala Andrade

Autora:

Lourdes María Villamarín Miño

2012

DECLARACIÓN DEL PROFESOR GUÍA

“Declaro haber dirigido este trabajo a través de reuniones periódicas con la estudiante, orientando sus conocimientos para un adecuado desarrollo del tema escogido, y dando cumplimiento a todas las disposiciones vigentes que regulan los Trabajos de Titulación.”

.....

Víctor Zabala Andrade

Economista

C.I. 0910911643

DECLARACIÓN DE AUTORÍA DEL ESTUDIANTE

“Declaro que este trabajo es original, de mi autoría, que se han citado las fuentes correspondientes y que en su ejecución se respetaron las disposiciones legales que protegen los derechos de autor vigentes”

.....

Lourdes María Villamarín Miño

1715736474

AGRADECIMIENTO

Son varias las personas que han participado durante este largo recorrido y a quienes quiero agradecer por el apoyo incondicional. Esta meta no hubiera sido alcanzada sin el amor incondicional de mi madre y de la familia Burbano de Lara, quienes siempre han guiado mi camino de la mejor manera. ¡Este también es su premio!

Un especial agradecimiento a la Universidad de las Américas, y en especial a todos mis profesores de la carrera de Finanzas.

Un gran agradecimiento a mi Tutor, Economista Víctor Zabala, por los conocimientos compartidos para el desarrollo del presente trabajo, por el respaldo y por la amistad.

Gracias a mi familia, mis tíos, mis primos, mis abuelitos, que siempre han estado pendientes de mí, y que con sus consejos me han ayudado a ser una mejor persona.

Finalmente, no puedo dejar de agradecer a mis amigos y compañeros. Gracias chicos por todos los buenos y malos momentos que hemos vivido, cada uno de ustedes son parte fundamental de mi vida.

DEDICATORIA

A mi madre, por ser mi más grande apoyo.

A la familia Burbano de Lara, por estar siempre dispuestos a aconsejarme.

A mi familia, por estar siempre a mi lado.

A mis grandes amigos, porque siempre creyeron en mí.

RESUMEN

Al encontrarnos en un mundo cada vez más competitivo, las empresas que buscan un mejor posicionamiento en su mercado se han visto en la necesidad de implementar nuevos mecanismos de financiamiento que tiendan a incentivar su desarrollo, y que reflejen menores costos al momento de invertir que la intermediación financiera usual en nuestro país.

Son justamente estas decisiones de inversión y financiamiento las que han llevado a explorar una de las alternativas más conocidas en el mercado de valores como lo es la Emisión de Obligaciones.

Metropolitan Touring C.A. es una empresa con más de 50 años de experiencia en el sector turístico, lo que le ha permitido consolidar sus operaciones hasta convertirse en pionera y emblema del turismo nacional. En este trabajo se analizarán los beneficios que ésta empresa obtuvo luego de haber realizado una emisión de obligaciones en el año 2010 y cómo su caso puede ser aplicado para otras empresas de turismo del Ecuador.

ABSTRACT

Nowadays, we are standing in a really competitive world where companies are seeking for a better position on the market they belong to, that's why the majority of them are looking forward to implement new financing mechanisms that helps their expansion, with lower costs and more benefits than a bank credit. Precisely, one of the mechanisms that offer these benefits it's known as Debenture and it's used by companies to borrow money.

Metropolitan Touring is an Ecuadorian company with over 50 years of experience in the market; this helped the company to become one of the pioneers in the tourism industry. This paper work is an analysis of the benefits that Metropolitan Touring got in year 2010 when the company decided to borrow money by a debenture, and how this case can be applied to other tourism enterprises.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO I.....	24
1. Análisis del mercado turístico en el Ecuador.....	24
1.1. Entrada de extranjeros al Ecuador.....	25
1.2. Indicadores económicos del turismo.....	28
1.3. FODA del sector turístico del Ecuador.....	31
1.4. Análisis de las empresas turísticas que operan en el Ecuador.....	33
1.5. Necesidades de financiamiento de las empresas turísticas del Ecuador.....	35
1.5.1. Sistema bancario Ecuatoriano:.....	38
CAPÍTULO II.....	42
2. Análisis de la situación actual y las perspectivas futuras de la emisión de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano.....	42
2.1. Funciones y ventajas del mercado de valores.....	43
2.2. Mercado de valores vs. Mercado financiero Ecuatoriano.....	44
2.3. Emisión de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano.....	50
2.3.1. Situación actual y perspectivas de la emisión de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano...	54

CAPÍTULO III.....	58
3. Análisis de los beneficios de la emisión de obligaciones efectuada por Metropolitan Touring en el año 2010.....	58
3.1. Análisis de estados financieros.....	59
3.1.1. Estructura de los activos:.....	59
3.1.2. Estructura del pasivo y patrimonio.....	61
3.1.3. Liquidez y solvencia:.....	64
3.2. Ingresos.....	65
3.3. Costos y gastos.....	69
3.4. Rentabilidad y cobertura.....	71
3.5. Datos de la emisión de obligaciones.....	73
3.6. Impacto de la emisión de obligaciones.....	76
CAPÍTULO IV.....	80
4. Conclusiones.....	80
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	82

INTRODUCCIÓN

Tema

Análisis de los beneficios de la emisión de obligaciones de las empresas de turismo del Ecuador: Caso Metropolitan Touring

Planteamiento del problema

La búsqueda de fuentes de financiamiento es una de las actividades más comunes dentro del área financiera de una empresa; como resultado de esta búsqueda, han surgido las fuentes de financiamiento no bancarias, que se caracterizan por permitir que las compañías mejoren su estructura y reduzcan sus costos de endeudamiento, mejorando su liquidez y solvencia.

La emisión de obligaciones es una de estas fuentes de financiamiento, a la que se acude cuando presenta mejores opciones que recurrir a un crédito bancario, o a cualquier otro tipo de crédito.

Las empresas de turismo en el Ecuador van en búsqueda de diferentes fuentes de financiamiento para incrementar su capital de trabajo, pagar sus deudas actuales, o para poner en marcha grandes proyectos como la construcción de hoteles, restaurantes, adquisición de activos fijos, etc., que permitan la expansión, el desarrollo y un mejor posicionamiento en su mercado.

En el año 2010, Metropolitan Touring, una operadora de turismo en el Ecuador, realizó una emisión de US\$9'000,000.00 con la cual cubrió todos los pasivos que mantenía con diferentes instituciones financieras.

De acuerdo a lo expuesto anteriormente, existe la necesidad de analizar cuáles fueron los beneficios que Metropolitan Touring obtuvo al realizar una emisión de obligaciones y no acudir a una forma de financiamiento tradicional, para de

esta manera definir si otras empresas de turismo se pueden beneficiar utilizando este mecanismo.

Pregunta de Investigación

¿Cuáles son los beneficios que las empresas de turismo ecuatorianas pueden obtener al realizar una emisión de obligaciones en el mercado financiero ecuatoriano?

Formulación de la Hipótesis

La emisión de obligaciones es una herramienta que permite a los emisores poder contar con recursos para solventar sus gastos operativos, ejecutar proyectos específicos, o reestructurar sus pasivos con plazos mayores y a un costo financiero menor al ofrecido por el sistema financiero tradicional.

En el caso la empresa Metropolitan Touring, la emisión de obligaciones realizada fue beneficiosa porque le permitió a la compañía reemplazar su deuda con la banca para obtener un flujo de dinero con tasas de interés más bajas, reduciendo de esta manera sus costos de financiamiento; razón por la cual las empresas de turismo ecuatorianas podrían aplicar este modelo de endeudamiento.

Objetivo General

Analizar los costos, beneficios y dificultades de la emisión de obligaciones en el mercado bursátil ecuatoriano; definiendo de esta manera si la emisión realizada por Metropolitan Touring en el año 2010 se presenta como una alternativa beneficiosa para la empresa y para empresas similares.

Objetivos específicos

1. Analizar el mercado turístico en el Ecuador, sus necesidades de financiamiento e inversión.
2. Analizar la situación actual y las perspectivas futuras de la emisión de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano.
3. Realizar un análisis de los beneficios de la emisión de obligaciones efectuada por Metropolitan Touring en el año 2010.

Justificación

En el Ecuador, el ingreso de divisas por concepto de turismo ha ido evolucionando de la siguiente manera: En el 2008, los ingresos de divisas por turismo alcanzaron la cifra de US\$766,4 millones de dólares frente a US\$626,20 millones de dólares en el 2007. Durante todo el 2009 los ingresos generados fueron de US\$674,2 millones de dólares, en el 2010 esta cifra ascendió a US\$786,5 millones de dólares, y finalmente en el 2011 la generación de divisas fue de US\$843,6 millones de dólares. (Ministerio de Turismo del Ecuador, Junio 2012)

Gráfico No. 1 Evolución del ingreso de divisas por concepto de turismo durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011

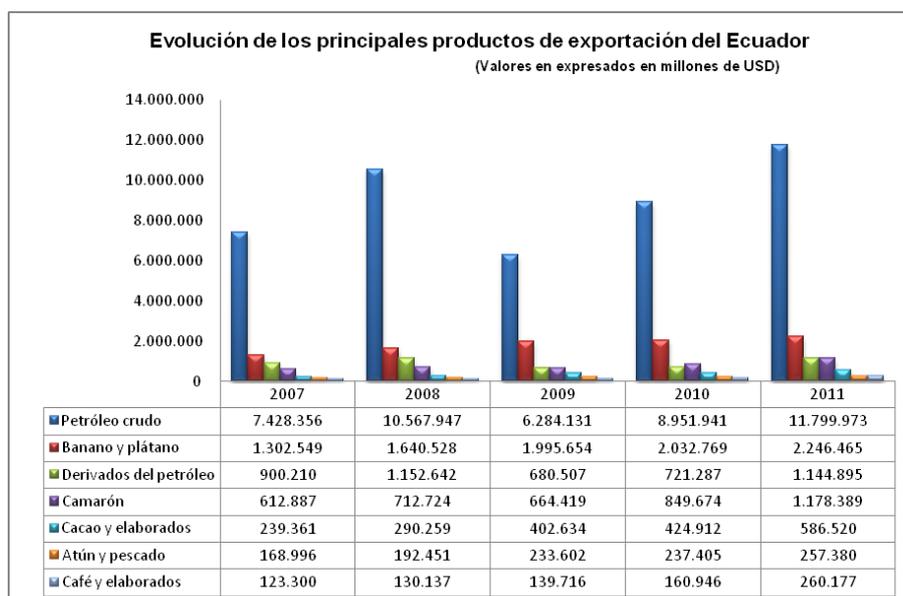


Fuente: Ministerio de Turismo del Ecuador

Elaborado por: La Autora

Al comparar estas cifras con el ingreso de divisas obtenidos por los principales productos de exportación, el turismo se ubica en cuarto lugar, después del petróleo, el banano y los derivados del petróleo; posicionándose de esta manera como una de las industrias más importantes para el desarrollo de la economía ecuatoriana. (Banco Central del Ecuador, 2012).

Gráfico No. 2 Evolución de los principales productos de exportación del Ecuador durante el periodo comprendido entre los años 2007 y 2011



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: La Autora

Una de las principales empresas dentro de la industria del turismo del Ecuador, es Metropolitan Touring, que actualmente constituye la principal corporación de viajes de América Latina.

Esta operadora de turismo realizó una emisión de obligaciones en el año 2010 por un monto de US\$9'000,000.00, con una calificación AA+ y a un plazo de 1440 y 3600 días, con el fin de realizar una reestructuración de sus pasivos.

Mediante esta investigación se pretende analizar los beneficios que la compañía Metropolitan Touring obtuvo al haber realizado su emisión de obligaciones de US\$9'000,000.00, con el fin de determinar si se puede usar

este ejemplo como un caso de éxito para otras empresas que sean similares o que pertenezcan al sector.

MARCO TEÓRICO

Mercado Financiero

En un sentido general, el término mercado financiero se refiere a un mecanismo conceptual en lugar de referirse a un local físico o a un tipo específico de organización o estructura.

Generalmente se describe a los mercados financieros como un sistema formado por individuos e instituciones, instrumentos y de procedimientos que reúnen a los prestamistas y a los ahorradores, sin importar su ubicación.

Un mercado financiero se puede definir como aquel mecanismo a través del cual se realiza el intercambio o transacción de activos financieros y se determina su precio, siendo irrelevante si existe un espacio físico o no.

Entre las funciones que se desarrollan a través de los mercados financieros están:

- Localizar óptimamente de los recursos, los mercados deben colocar los recursos financieros disponibles en aquellos destinos que sean los más eficientes.
- Fijar adecuadamente el precio de los activos financieros, tomando en cuenta el riesgo y la liquidez de los mismos, para que la elección por parte de los agentes sea adecuada.
- Proporcionar liquidez adecuada a los activos previamente emitidos.
- Disciplinar los comportamientos de los agentes sometiéndolos a procedimientos y exigencias concretas.

- Reducir los plazos y los costes de intermediación al ser el cauce adecuado para el rápido contacto entre los agentes que participan en los mercados.
- Para determinar las características del mercado financiero, se debe empezar por hacer referencia a lo que se denomina como “mercado financiero perfecto”. El concepto de mercado financiero perfecto consistiría en trasladar a los mercados financieros el concepto de competencia perfecta (hay libertad de entrada y salida, el precio viene fijado desde fuera, etc.). En ese mercado financiero perfecto se dan en su grado máximo cinco características:
 - Amplitud: Hace referencia al volumen de activos financieros negociados en un mercado. Un mercado financiero es tanto más amplio cuanto mayor es el volumen de activos financieros negociados o intercambiados en él. Un mercado amplio permite la satisfacción de los deseos de los oferentes y demandantes potenciales, al proporcionar una gama de activos variada y acorde con las necesidades de los mismos.
 - Profundidad: Hace referencia al número de órdenes de compra y de venta existentes para cada tipo de activo financiero. Un mercado es tanto más profundo cuanto mayor sea el número de órdenes de compra y venta que existen para cada tipo de activo financiero.
 - Transparencia: Hace referencia a la facilidad con la que los inversores pueden acceder a información relevante para la toma de decisiones. Un mercado es tanto más transparente cuanto mejor y más barata de obtener resulta la información para la toma de decisiones que pueden lograr los agentes económicos que participan en él.
 - Libertad: En el contexto de un mercado financiero la libertad significa que no existe ningún tipo de intervención por parte de las autoridades monetarias o económicas que pudiera influir sobre el proceso de formación de precios. Los precios de los activos financieros se determinan por la libre concurrencia de la oferta y de la demanda, es decir, existe libertad en el proceso de formación de los precios.
 - Flexibilidad: Hace referencia a la rapidez con la que los agentes económicos (compradores y vendedores de títulos) reaccionan ante

cambios en las condiciones del mercado. Un mercado es más flexible cuando más facilidad existe para la rápida reacción de los agentes ante variaciones en los precios de los activos u otras circunstancias significativas del mercado. (El Ergonomista, 2004)

Tipos de Mercados Financieros

La expresión “mercados” es plural, es decir, existe una gran diversidad de mercados financieros, cada uno de ellos formado por un gran número de instituciones. Cada mercado trata con distintos tipos de consumidores, u operan en diferentes partes del país. A continuación se presentan algunos de los principales tipos de mercados:

a) Según la forma de funcionamiento:

- Mercados directos: En los que el intercambio de activos financieros se realiza directamente entre los demandantes últimos de financiación y los oferentes últimos de fondos.
- Mercados intermediados: Está conformado por instituciones que actúan como intermediarias entre unidades con excesos de recursos de corto plazo y otras con necesidades de recursos ya sea para invertir o financiarse a largo plazo.

b) Según las características de los activos financieros:

- Mercados monetarios: También llamado mercado de dinero, es en el que se realizan operaciones de crédito o negocian activos financieros a corto plazo. La principal función del mercado monetario es la de proporcionar al público y a los agentes económicos en general la posibilidad de mantener una parte de su riqueza en forma de títulos o valores con un elevado grado de liquidez y una rentabilidad aceptable.
- Mercados de capitales: Los mercados de capitales están integrados por una serie de participantes que, compran y venden acciones e instrumentos de crédito con la finalidad de que los financistas cubran sus necesidades de

capital y los inversionistas coloquen su exceso de capital en negocios que generen rendimiento. Los mercados de capitales son una fuente ideal de financiamiento por medio de la emisión de acciones, con el fin de mantener balanceada la estructura de capital de la empresa.

c) Según el grado de intervención de las autoridades monetarias:

- **Mercados libres:** Son aquellos mercados en los que el proceso de formación de precios es libre, de forma que el precio de los activos financieros se determina por la libre concurrencia de la oferta y la demanda, es decir, se determina por las fuerzas del propio mercado.
- **Mercados regulados:** Cuando no se cumple la condición de los mercados libres, es decir, cuando las autoridades monetarias influyen en el proceso de formación de los precios, se dice que son mercados regulados, intervenidos o administrados.

d) Según la fase de negociación:

- **Mercados primarios:** Es aquel en el que se colocan por primera vez los títulos que se emiten, ofreciendo al público nuevos activos financieros. Suele llamarse también mercado de nuevas emisiones.
- **Mercados secundarios:** Los títulos valores, tanto de renta fija o variable (acciones, obligaciones, etc.) son emitidos por las empresas en el mercado primario, a través de diferentes vías. El mercado secundario comienza su función a partir de ese momento, encargándose de las compraventas posteriores de esos títulos entre los inversores, se comporta como mercado de reventa, encargándose de proporcionar liquidez a los títulos.

e) Según el grado de formalización:

- **Mercados organizados:** Son aquellos mercados en los que existe un conjunto de normas y reglamentos que determinan el funcionamiento de estos mercados, como por ejemplo, la bolsa.

- Mercados no organizados: Son aquellos mercados en que las transacciones no siguen unas reglas preestablecidas sino que van a depender de lo que se acuerde entre las distintas partes. (El Ergonomista, 2004).

Sistema Financiero

El sistema financiero es considerado como uno de los factores más importantes dentro de la economía, el mismo permite canalizar el ahorro hacia la inversión, por este motivo el sistema financiero de un país juega un papel trascendental en la vida económica y productiva del mismo, ya que se ha convertido en el pilar fundamental para la generación de riqueza, razón por la cual los entes económicos se han apoyado en las diversas instituciones financieras para la obtención de capital de trabajo, expansión productiva e infraestructura.

El sistema financiero está formado por entidades públicas y privadas encargadas de ofertar servicios financieros a sus clientes y socios, estos servicios se encuentran regulados, y se le considera como el motor de la economía de un país.

Este sistema constituye uno de los sectores más importantes de la economía, ya que permite realizar servicios de pagos y movilizar el ahorro de un sector hacia otro, de esta manera diversas instituciones como bancos, mutualistas y cooperativas de ahorro y crédito prestan estos servicios, mismo que son utilizados por personas naturales, empresas o gobierno.

También se puede decir que el sistema financiero es un ente que permite captar unidades excedentarias de liquidez y por otra parte unidades económicas deficitarias de liquidez, para canalizar el ahorro hacia la inversión. Este sistema tiene un papel muy importante ya que su función principal es buscar la manera de canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, tomando en cuenta siempre las necesidades y motivaciones de ahorristas e inversores

Por este motivo el sistema financiero de un país juega un papel trascendental en la vida económica y productiva del mismo, ya que se ha convertido en el pilar fundamental para la generación de riqueza, razón por la cual los entes económicos se ha apoyado en las diversas instituciones financieras para la obtención de capital de trabajo, expansión productiva e infraestructura. El sistema financiero es uno de los más importantes dentro de la economía, ya que cumple múltiples funciones, entre ellas las siguientes:

- Captar y promover el ahorro para luego canalizarlo de una forma correcta hacia diferentes agentes económicos.
- Facilitar el intercambio de bienes y servicios a sus asociados, del tal forma que le permite ser más eficiente.
- Buscar el crecimiento económico de la población.
- Apoyar de una u otra manera para que la política monetaria sea más efectiva, y de esta manera contribuir al desarrollo local. (MV Luzuriaga Paída, Universidad Politécnica Salesiana, 2010)

Sistema Financiero Ecuatoriano

El sistema financiero ecuatoriano es aquel que está constituido por un conjunto de principios y normas jurídicas que se basan en un instrumento y documentos especiales que nos permiten canalizar el ahorro y la inversión de los diferentes sectores hacia otros que lo necesitan y esto conlleva al apoyo y desarrollo de la economía.

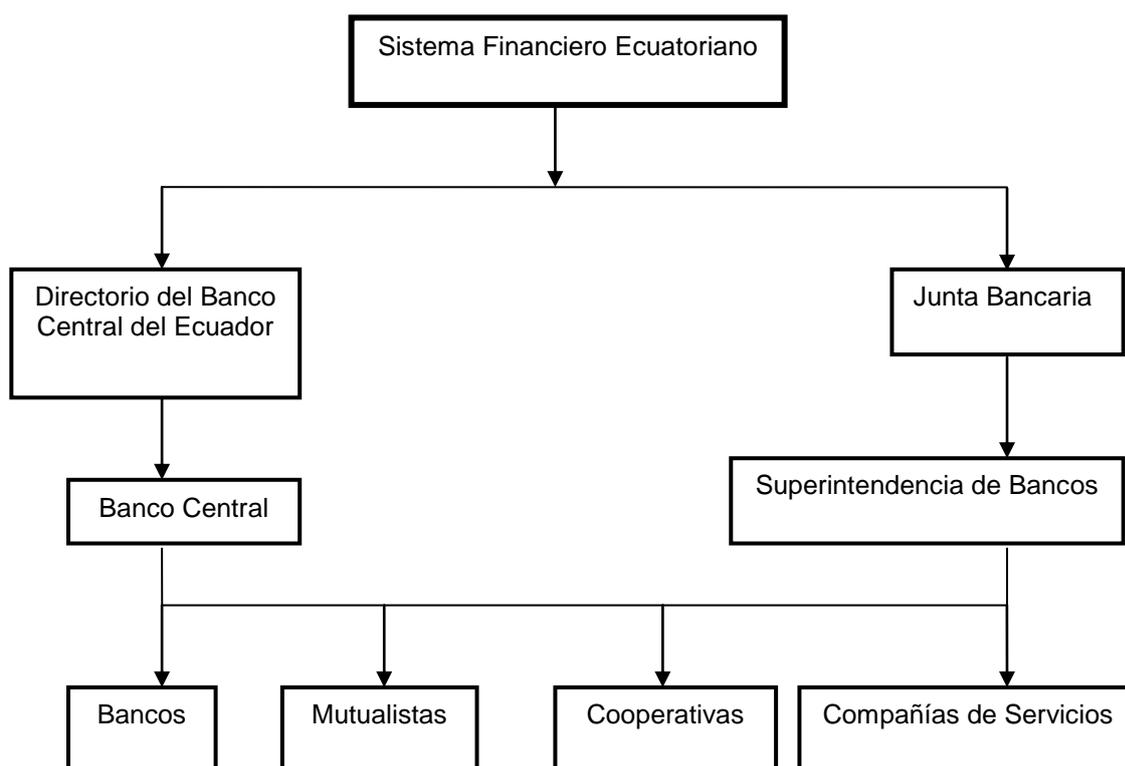
Entre las principales instituciones que están dentro del sistema financiero Ecuatoriano son las siguientes:

- Banco privados y públicos
- Cooperativas de ahorro y crédito
- Mutualistas
- Casa de cambio
- Sociedades financieras
- Compañías de servicios

Estas instituciones que forman el sistema financiero ecuatoriano se caracterizan por ser las encargadas de la intermediación financiera en el público y la entidad, captando recursos del público a través del ahorro, para luego utilizar dichas captaciones en operaciones de crédito e inversión.

La estructura del sistema financiero ecuatoriano se basa en el régimen designado por el Banco Central, en donde intervienen varios organismos autónomos reguladores, como el directorio del Banco Central, organismo autónomo y supervisado por el estado ecuatoriano, también se encuentra la Superintendencia de Bancos, entidad autónoma encargada de controlar y supervisar las funciones de varias instituciones financieras, y finalmente se encuentran entidades financieras públicas y privadas.

Gráfico No. 3 Estructura del Sistema Financiero Ecuatoriano



Fuente: Universidad Politécnica Salesiana

Elaborado por: La Autora

Este gráfico se representa la estructura del sistema financiero ecuatoriano, a continuación se procederá con la descripción de cada entidad que compone el sistema financiero para tener una idea más clara de sus funciones:

- a) Directorio del Banco Central:** El directorio del Banco Central del Ecuador fue creado para dirigir la política monetaria, crediticia, cambiaria y financiera del país. Este directorio también es aquel que está encargado de establecer regulaciones para el sistema financiero.
- b) Banco Central del Ecuador:** El Banco Central del Ecuador es una de las entidades autónomas de derecho público, es decir esta manejada y supervisada por el Estado, de duración indefinida y con patrimonio propio, entre sus funciones principales están las de establecer, controlar y aplicar políticas monetarias para la circulación de la moneda dentro de nuestro país, otorgar créditos a las instituciones financieras privadas en casos especiales y proveer de dinero al sistema financiero.
- c) Junta Bancaria:** Es aquel organismo que se encuentra bajo el control de la Superintendencia de Bancos, es la encargada de dictar las leyes, resoluciones y regulaciones que permiten un correcto funcionamiento y desarrollo de este sistema tan importante de la economía.
- d) Superintendencia de Bancos y Seguros:** Es un ente jurídico de derecho público y autónomo, que está encargada de supervisar las actividades que cumple el sector financiero ecuatoriano, es decir, es aquel que va a realizar un monitoreo a este sector en diferentes periodos, también realiza visitas programadas y no programadas a las instituciones para llevar a cabo una auditoría. Está encargada además de autorizar la constitución del sistema financiero privado, siendo aquí que en el caso de la banca se constituirá como una compañía anónima, a diferencia de las mutualistas y cooperativas de ahorro y crédito.
- e) Bancos:** Son instituciones financieras encargadas de realizar intermediación financiera entre los diferentes sectores, por lo tanto están facultadas para recibir depósitos de las personas que poseen suficientes recursos económicos, y luego otorgar créditos a sectores que les hace falta, además

están obligados a mantener reservas, con la finalidad de contar con activos disponibles en beneficio de los depositantes.

- f) **Mutualistas:** Son instituciones financieras de carácter privado, que fueron creadas con la finalidad de captar el ahorro del público, para luego destinarlo al crédito para vivienda, con la cual se pretende que los beneficiarios puedan construir su propia vivienda, este tipo de crédito en los últimos años ha tenido un crecimiento muy significativo dentro de nuestro país, lo cual se debe principalmente a la facilidad de financiamiento de largo plazo que estas otorgan a sus clientes.
- g) **Cooperativas de Ahorro y Crédito:** Son sociedades financieras de derecho privado, formadas por personas naturales y jurídicas, que sin perseguir finalidades de lucro, tiene por objeto planificar y realizar actividades de trabajo en beneficio social o colectivo, es decir se han formado con el objetivo de prestar sus servicios a los sectores más olvidados de nuestro país, ya que son instituciones que siempre están buscando el desarrollo y mejoramiento de la calidad de vida de una población. Las cooperativas no reguladas por la Superintendencia de bancos y seguros se clasifican según la actividad que vaya a desarrollar, ya sea esta producción, consumo, crédito, vivienda y servicio.
- h) **Compañías de Servicios Financieros:** Son aquellas instituciones que cooperan o colaboran con las instituciones financieras, para lograr un mejor desempeño, dentro de estas se encuentran las siguientes: compañías de arrendamiento mercantil, compañías encargadas de la emisión y administración de las tarjetas de crédito y las casas de cambio. (MV Luzuriaga Paidá, Universidad Politécnica Salesiana, 2010)

Sistema financiero: Ley de la economía popular y solidaria

Se entiende por economía popular y solidaria, al conjunto de formas y prácticas económicas, individuales o colectivas, auto gestionadas por sus propietarios que, en el caso de las colectivas, tienen, simultáneamente, la calidad de trabajadores, proveedores, consumidores o usuarios de las mismas,

privilegiando al ser humano, como sujeto y fin de su actividad, orientada al buen vivir, en armonía con la naturaleza, por sobre el lucro y la acumulación de capital.

Las formas de organización de la economía popular y solidaria, se caracterizan por:

- La búsqueda de la satisfacción en común de las necesidades de sus integrantes, especialmente, las básicas de autoempleo y subsistencia.
- Su compromiso con la comunidad, el desarrollo territorial y la naturaleza.
- La ausencia de fin de lucro en la relación con sus miembros.
- La no discriminación, ni concesión de privilegios a ninguno de sus miembros.
- La autogestión democrática y participativa, el autocontrol y la auto responsabilidad.
- La prevalencia del trabajo sobre el capital; de los intereses colectivos sobre los individuales; y, de las relaciones de reciprocidad y cooperación, sobre el egoísmo y la competencia.

Se consideran formas de organización de la economía popular y solidaria a:

- a) Las Unidades Socioeconómicas Populares, tales como, los emprendimientos unipersonales, familiares, vecinales, las micro unidades productivas, los trabajadores a domicilio, los comerciantes minoristas, los talleres y pequeños negocios, entre otros, dedicados a la producción de bienes y servicios destinados al autoconsumo o a su venta en el mercado, con el fin de, mediante el autoempleo, generar ingresos para su auto subsistencia.
- b) Las organizaciones constituidas por familias, grupos humanos o pequeñas comunidades fundadas en identidades étnicas, culturales y territoriales, urbanas o rurales, dedicadas a la producción de bienes o de servicios,

orientados a satisfacer sus necesidades de consumo y reproducir las condiciones de su entorno próximo.

- c) Las organizaciones económicas constituidas por agricultores, artesanos o prestadores de servicios de idéntica o complementaria naturaleza, que fusionan sus escasos recursos y factores individualmente insuficientes, con el fin de producir o comercializar en común y distribuir entre sus asociados los beneficios obtenidos.
- d) Las cooperativas de ahorro y crédito, los bancos comunales, las cajas de ahorro, las cajas solidarias y otras entidades asociativas formadas para la captación de ahorros, la concesión de préstamos la prestación de otros servicios financieros en común, constituyen el Sector Financiero Popular y Solidario.

La ley de la economía popular y solidaria tiene por objeto reconocer, fomentar, promover, proteger, regular, acompañar y supervisar la constitución, estructura y funcionamiento de las formas de organización de la economía popular y solidaria; además, normar las funciones de las entidades públicas responsables de la aplicación de la esta ley.

Quedan sometidas a la presente ley, las formas de organización de la economía popular y solidaria y las públicas y privadas, que tengan entre sus finalidades, fomentar, promover, proteger, regular, acompañar y supervisar las actividades económicas desarrolladas por dichas organizaciones. (Ministerio de Inclusión Económica y Social, 2011).

Mercado Bursátil

Antiguamente, se consideraba como mercado únicamente al lugar en el cual se reunían compradores y vendedores para intercambiar diferentes bienes y servicios. Aunque este tipo de mercados aún existen en muchas regiones, actualmente no se puede limitar el concepto de mercado a este caso en particular.

El desarrollo de nuevas tecnologías y de nuevos productos ha permitido que esos intercambios entre personas se realicen sin la necesidad de que exista un lugar determinado para tal fin.

Actualmente un mercado puede ser definido como el espacio, la situación o el contexto en el cual se lleva a cabo un intercambio; es decir, la venta y la compra de bienes, servicios o mercancías por parte de unos compradores que demandan esas mercancías y tienen la posibilidad de comprarlas, y unos vendedores que las ofrecen.

Bursátil proviene del latín “bursa” que significa ‘bolsa’. El mercado bursátil, por lo tanto, es un tipo particular de mercado, el cual está relacionado con las operaciones o transacciones que se realizan en las diferentes bolsas alrededor del mundo. En este mercado, dependiendo de la bolsa en cuestión, se realizan intercambios de productos o activos de naturaleza similar, por ejemplo, en las bolsas de valores se realizan operaciones con títulos valores como lo son las acciones, los bonos, los títulos de deuda pública, entre otros, pero también existen bolsas especializadas en otro tipo de productos o activos.

Las bolsas, según su reglamento o regulación, permiten que en los mercados bursátiles intervengan y realicen operaciones de intercambio tanto personas, como empresas u organizaciones nacionales o extranjeras, las cuales, si desean invertir, reflejan su deseo en la demanda por los productos o activos que se ofrecen en la bolsa y, si desean vender, ofrecen sus productos buscando tener un mayor número de compradores disponibles. La demanda y la oferta de productos actúan como una fuerza que determina los precios según los cuales se compran y se venden éstos.

El mercado bursátil se considera como un mercado centralizado y regulado. Este mercado le permite a las empresas financiar sus proyectos (conseguir el dinero necesario) y actividades a través de la venta de diferentes productos,

activos o títulos. Igualmente, da a los inversionistas posibilidades de inversión a través de la compra de éstos.

Entre las grandes ventajas que ofrece el mercado bursátil se encuentra la posibilidad de que exista un mercado secundario; es decir, un mercado en el cual se puedan intercambiar títulos valores, activos o productos que han sido emitidos por empresas y gobiernos y ya han sido adquiridos anteriormente por algún inversionista.

El desempeño, la evolución y la tendencia del mercado bursátil se mide a través de índices que reflejan los movimientos que, por efectos de oferta y demanda o por factores externos, tienen los precios de los diferentes productos, activos o títulos que se intercambian en las bolsas.

El mercado bursátil se caracteriza principalmente por:

- Equidad: Igual oportunidad para participantes del mercado.
- Seguridad: Velar por el cumplimiento de las transacciones realizadas.
- Transparencia: Libre determinación de precios por la oferta y demanda.
- Liquidez: Ágil proceso de compra y venta de valores. (Instituto Tecnológico Superior de Calkiní en el Estado de Campeche, 2011).

Mercado Bursátil Ecuatoriano

El mercado bursátil es una herramienta que permite el crecimiento de las organizaciones empresariales que en él participan.

Este crecimiento no solamente se refiere al incremento del capital de trabajo de las compañías, sino que también incluye al crecimiento cuantitativo y cualitativo de la empresa que cotiza. (Superintendencia de Compañías, 2007).

Durante el 2010 y el 2011 los montos negociados en las bolsas de valores de Quito y Guayaquil tuvieron una disminución. Pese a esta contracción, los montos negociados a nivel nacional desde el año 2001 al año 2011 han tenido un crecimiento anual promedio del 8%. Así, el monto total negociado en las dos bolsas en el año 2011 fue un 109% mayor al del año 2001; aunque comparado al año 2010 se registra una contracción del 26%.

Del total negociado, el 48% corresponde a la BVQ y un 52% a la BVG.

Tabla No.1 Montos negociados durante el 2011 en la BVQ y la BVG

(Valores expresados en millones de USD)					
	BVQ		BVG		Total
	Monto	% Part.	Monto	% Part.	Monto
Renta Fija	1.720,00	47%	1.935,00	53%	\$ 3.655,00
Renta Variable	73,00	65%	40,00	35%	\$ 113,00
Total	\$ 1.793,00	48%	\$ 1.975,00	52%	\$ 3.768,00

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaborado por: La Autora

La disminución en las negociaciones en el año 2011 con respecto a las del año precedente se debió principalmente a la caída en la negociación de valores de renta fija de US\$1,319 millones, especialmente en valores emitidos por el sector público.

Durante el año 2011 se ratificó la tendencia que viene manifestándose con relación a emisiones de instrumentos de valor en el mercado de valores ecuatoriano, promovidas todas ellas por el sector productivo privado; reiterando así las oportunidades que el mercado de valores ofrece para canalizar los recursos del ahorro nacional, de mediano y de largo plazo, hacia el financiamiento de los procesos productivos, en condiciones de tasa y de plazo muy convenientes y pertinentes a las necesidades y a la realidad de la actividad productiva del país.

Vale la pena realizar un rápido análisis de lo ocurrido en este tiempo:

- Durante el año 2008, se emitieron e inscribieron 76 nuevas ofertas públicas de instrumentos de valor: 25 titularizaciones, 40 emisiones de obligaciones, 6 emisiones de papel comercial y 5 ofertas públicas de acciones, todas ellas por un valor nominal de US\$937.46 millones. Durante el mismo año, el mercado venció un record de la década respecto del volumen de transacciones, considerando el valor efectivo de las mismas, pues se superaron los US\$5.000 millones de dólares.
- Durante el año 2009, se emitieron e inscribieron 79 nuevas ofertas públicas de instrumentos de valor: 29 titularizaciones, 39 emisiones de obligaciones, 7 emisiones de papel comercial y 3 ofertas públicas de acciones, que juntas significaron una emisión nueva de US\$751.30 millones a valor nominal. Ese año, nuevamente se batió el récord en cuanto a volumen de transacciones, consideradas a valor efectivo, pues se transó la cantidad de US\$6.426 millones de dólares, de los cuales US\$1.356 millones correspondieron a la compraventa de acciones, significando éstas últimas el 21.1% del volumen total, lo cual a su vez constituyó otro record histórico.
- Durante el año 2010, se emitieron e inscribieron 99 nuevas ofertas públicas de instrumentos de valor: 32 titularizaciones, 49 emisiones de obligaciones, 17 ofertas públicas de papel comercial y una nueva oferta pública de acciones. Significaron una emisión nueva de US\$1.991.49 millones de dólares, es decir el doble que el año anterior. El volumen transado, a valor efectivo, fue cercano a los US\$5.106 millones de dólares y la capitalización bursátil creció de US\$4.294 millones de dólares en el 2009 a US\$5.144 millones de dólares en el 2010.
- Durante el año 2011, se inscribieron 110 nuevas ofertas públicas de instrumentos de valor: 33 titularizaciones, 62 emisiones de obligaciones, 13 ofertas públicas de papel comercial y 2 nuevas ofertas públicas secundarias de acciones, significando una nueva emisión total, a valor nominal, de US\$1.815 millones de dólares. A esto se debe que añadir que se anotaron 26 emisiones de renta fija y 2 de renta variable, totalizando

US\$81.2 millones de dólares. Sin embargo, el volumen total transado en el año, a valor efectivo, descendió a US\$3.768 millones de dólares, es decir que se produjo una reducción superior al 30% respecto del año 2010 y cercana al 42% respecto del año 2009.

- La capitalización bursátil, en cambio, creció a US\$5.778 millones al cierre del 2011. (Bolsa de Valores de Quito, 2012).

Necesidades de Financiamiento

Una de las funciones de las finanzas en una empresa, es la de buscar financiamiento. Esta búsqueda de financiamiento básicamente se da por dos motivos:

- a) Cuando la empresa tiene falta de liquidez necesaria para hacer frente a las operaciones diarias, por ejemplo, cuando se necesita pagar las deudas u obligaciones, comprar insumos, mantener el inventario, pagar sueldos, pagar el alquiler del local, etc.
- b) Cuando la empresa quiere crecer o expandirse, y no cuenta con el capital propio suficiente para hacer frente a la inversión, por ejemplo, cuando se quiere adquirir nueva maquinaria, cuando se quiere contar con mayores equipos, obtener una mayor mercadería o materia prima para aumentar el volumen de producción, incursionar en nuevos mercados, desarrollar o lanzar un nuevo producto, ampliar el local, abrir nuevas sucursales, etc.

Las principales fuentes de financiamiento a las cuáles se puede recurrir en búsqueda de financiamiento que se podría necesitar para seguir funcionando como empresa, o para invertir y hacerla crecer son:

- a) Familiares o amigos: La forma más simple de obtener financiamiento es pidiendo dinero prestado a familiares o amigos. Se suele usar esta fuente sólo cuando el dinero que se necesita es poco.

- b)** Bancos: La forma más común de obtener financiamiento es solicitando un préstamo en un banco.
- c)** Para otorgar un préstamo a una empresa, lo usual es que los bancos pidan un mínimo de seis meses de experiencia en el mercado. Si el monto es elevado, lo usual es que pidan garantías, ya sea los bienes o activos de la empresa, o bienes personales.
- d)** Entidades financieras no bancarias: Algunas de ellas especializadas en pequeñas y medianas empresa, por lo que los requisitos suelen ser menores que los que pide un banco, pero el monto del préstamo que otorgan suele ser menor, suele ser otorgado por un menor tiempo, y suele tener un mayor costo o tasa de interés.
- e)** Buscar un socio: Buscar una persona que quiera invertir en nuestra empresa y, a la vez, trabajar en su crecimiento.
- f)** Emisión de acciones: Es la venta de acciones, que consisten en títulos que le otorgan a quien las posea, el derecho de participar en la distribución de las utilidades de la empresa y en la distribución del capital social en caso se liquide ésta.
- g)** Emisión de obligaciones: Otra fuente de financiamiento consiste en la emisión de bonos, que son títulos de deuda que la empresa emite, y se compromete a pagar intereses periódicos y a devolver el valor de la deuda al vencimiento de un plazo determinado, a quien los adquiera. (Crecenegocios, 2010).

Emisión de Obligaciones

La emisión de obligaciones es el mecanismo mediante el cual una compañía privada, o del sector público, inscrita en el registro del mercado de valores, emite papeles de deuda (obligaciones) a un determinado rendimiento y plazo, y los ofrece en el mercado de valores al público en general o a un sector específico de éste. Es uno de los mecanismos más utilizados por las empresas puesto que se crea una deuda a cargo de la misma en condiciones que se

ajustan a la medida de las necesidades particulares de cada empresa. (Superintendencia de Compañías, 2010).

La emisión de bonos es generalmente utilizada a largo plazo para incrementar el capital de trabajo, así como para financiar proyectos de inversión que permitan la expansión y el desarrollo de las empresas. (Universidad Francisco Marroquín, 1998).

Se pueden emitir obligaciones de corto, largo plazo, y obligaciones convertibles en acciones. Las obligaciones de corto se emiten a un plazo de 1 a 359 días; las obligaciones de largo plazos se emiten a un plazo mayor a 360 días contados desde su emisión hasta su vencimiento, y las obligaciones convertibles en acciones conceden al titular, de transformar estos valores en acciones, según se estipule en la Escritura de Emisión. (Superintendencia de Compañías, 2010).

Valoración de un bono

Un bono es un instrumento financiero de renta fija y constituye una de las formas de endeudamiento que pueden utilizar, tanto el Gobierno como las empresas privadas para financiarse. Está compuesto por cupones, que constituyen el interés, y un valor principal, ambos “fijados” desde su fecha de emisión. Por lo general, los cupones se reciben semestralmente, y a veces anualmente, y el principal se percibe totalmente a la fecha de vencimiento del bono.

Tres variables caracterizan a un bono: su valor nominal o par, el cupón, y la fecha de vencimiento. Por ejemplo, un bono típico puede tener US\$10.000 dólares de valor nominal, 10% de interés anual y vencimiento el 31 de diciembre de 2010.

El valor nominal es el monto que el inversor recibirá a la fecha de vencimiento del bono, por ejemplo, un bono emitido con un valor par de US\$10.000 dólares.

El cupón es el porcentaje del valor par que el inversor recibirá anualmente como cobro de intereses. El bono anteriormente mencionado pagará US\$1.000 dólares de interés anual, que usualmente se realizan en dos pagos semestrales de US\$500 dólares.

El 31 de diciembre de 2010, fecha de vencimiento, el tenedor recibirá US\$10.000 dólares por bono más US\$500 dólares del último cupón y cesará de recibir más pagos de intereses.

El precio de cualquier instrumento financiero es igual al valor presente del flujo de fondos que se espera recibir en el futuro. Por consiguiente, para hallar el precio de un bono es necesario conocer su flujo de fondos y descontarlo luego con una tasa de interés.

En el caso de un bono su flujo de fondos está dado por los cupones o interés. Por ejemplo, un bono a tres años que paga 12% de interés (6% semestral) y cuyo valor par es US\$10.000 dólares tiene el siguiente flujo de fondos: 6 pagos semestrales de US\$600 dólares y uno de US\$10.000 dólares que se pagará dentro de seis semestres. A los efectos del cálculo del valor de un bono es necesario hablar siempre de períodos homogéneos de tiempo, por ese motivo se dice que el principal se recibirá dentro de seis semestres (y no dentro de 3 años).

Una vez obtenido el flujo de fondos, el segundo paso consiste en hallar su valor presente aplicando al mismo una tasa de descuento. La tasa de interés o tasa de descuento que un inversor espera obtener de un bono es llamada rendimiento requerido sobre dicha inversión. El rendimiento requerido está siempre relacionado con el retorno que el inversor podría obtener invirtiendo su dinero en otro bono de las mismas características en cuanto a calidad crediticia del emisor, valor del cupón y vencimiento. De ahí que en la práctica el rendimiento requerido no es más que la tasa de interés de mercado para un determinado plazo y nivel de riesgo. (Pontificia Universidad Católica Argentina, 2009).

CAPÍTULO I

1. Análisis del mercado turístico en el Ecuador

Actualmente, el Ecuador presenta buenas perspectivas de desarrollo en diversos campos de la actividad económica, entre los que las autoridades ecuatorianas citan a la industria del turismo, junto con el petróleo, la minería, las telecomunicaciones, la generación de energía, la pesquería, la agroindustria y la red vial.

El turismo es, sin lugar a dudas, un eje fundamental para la reactivación económica, la generación de empleo, la inversión local y extranjera, el desarrollo de infraestructuras hoteleras, puertos y vías; pero, sobre todo, un atractivo de divisas para el Ecuador.

A pesar del desarrollo que ha mostrado en los últimos años el sector turístico ecuatoriano, todavía existe una gran necesidad de inversión para mejorar las infraestructuras y la imagen de Ecuador, a veces estereotipada y otras desconocida, en muchos países; es por esa razón que el estado ecuatoriano está aplicando en varios países de Europa y América un Plan Integral de Marketing Turístico, con el cual pretende el incremento de las visitas a Ecuador en los próximos 10 años, objetivo primordial del Fondo Mixto de Promoción Turística de Ecuador. Además, Ecuador ha incrementado su presencia en ferias internacionales como FITUR en Madrid, ITB en Alemania y WTM en Londres, donde ha obtenido recientemente varios reconocimientos. (Oficina Económica y Comercial de la Embajada de España en Quito, 2007)

La Biodiversidad con que cuenta el Ecuador constituye el principal imán para los visitantes; a pesar de la crisis económica mundial, los expertos en turismo opinan que ésta es más bien una oportunidad para Latinoamérica, ya que constituyen destinos más cercanos y más económicos para los turistas estadounidenses y europeos. (Cámara de Comercio de Quito, 2010)

1.1. Entrada de extranjeros al Ecuador

La evolución en la entrada de extranjeros al Ecuador desde el año 2007 hasta el año 2011 se ha presentado de la siguiente manera:

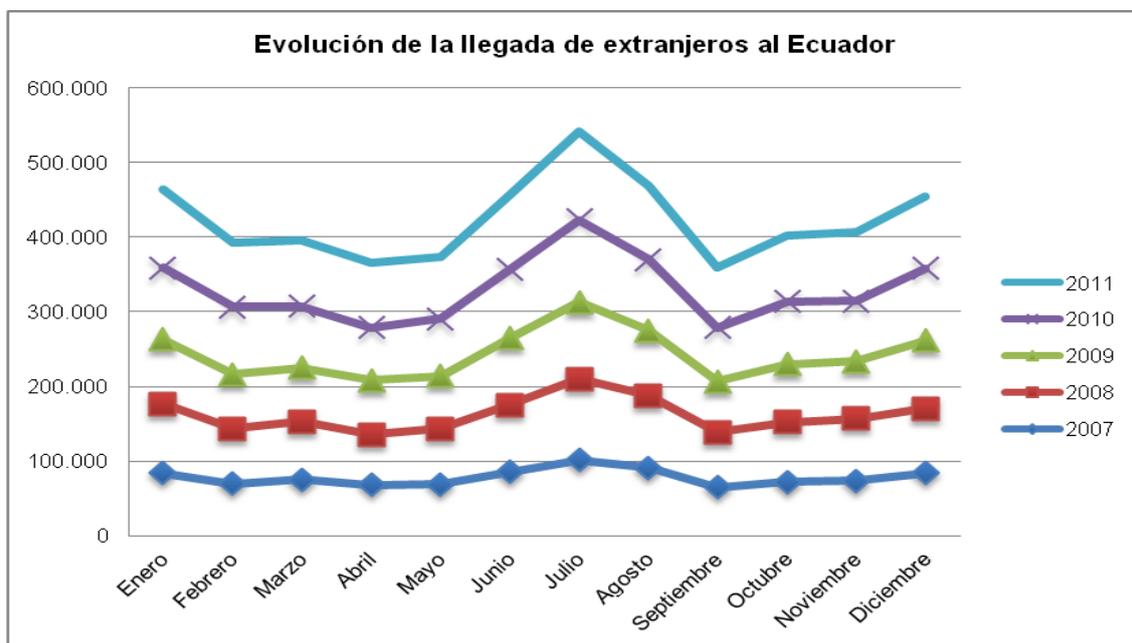
Tabla No.2 Llegada de extranjeros al Ecuador durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011

	2007	2008	2009	2010	2011
Enero	84.070	92.378	86.544	96.109	105.541
Febrero	69.534	74.174	72.742	89.924	86.424
Marzo	74.929	77.946	72.226	82.452	87.486
Abril	67.788	67.557	72.910	70.540	87.509
Mayo	68.583	74.667	70.277	77.618	82.811
Junio	85.769	89.262	89.889	91.602	99.944
Julio	101.088	109.250	102.571	110.545	117.997
Agosto	91.309	96.336	87.221	95.219	98.987
Septiembre	64.966	73.757	68.124	71.776	80.083
Octubre	72.365	79.814	77.960	83.701	88.338
Noviembre	73.273	83.458	76.965	81.253	92.566
Diciembre	83.813	86.698	91.070	96.359	113.292
TOTAL	937.487	1.005.297	968.499	1.047.098	1.140.978

Fuente: Ministerio de Turismo del Ecuador

Elaborado por: La Autora

Gráfico No. 4 Evolución de la llegada de extranjeros al Ecuador en el período comprendido entre los años 2007 y 2011



Fuente: Ministerio de Turismo del Ecuador

Elaborado por: La Autora

A partir del año 2007 se ha evidenciado una tendencia de crecimiento en el ingreso de extranjeros al Ecuador, año en el cual se recibieron un total de 937,487 extranjeros en el país.

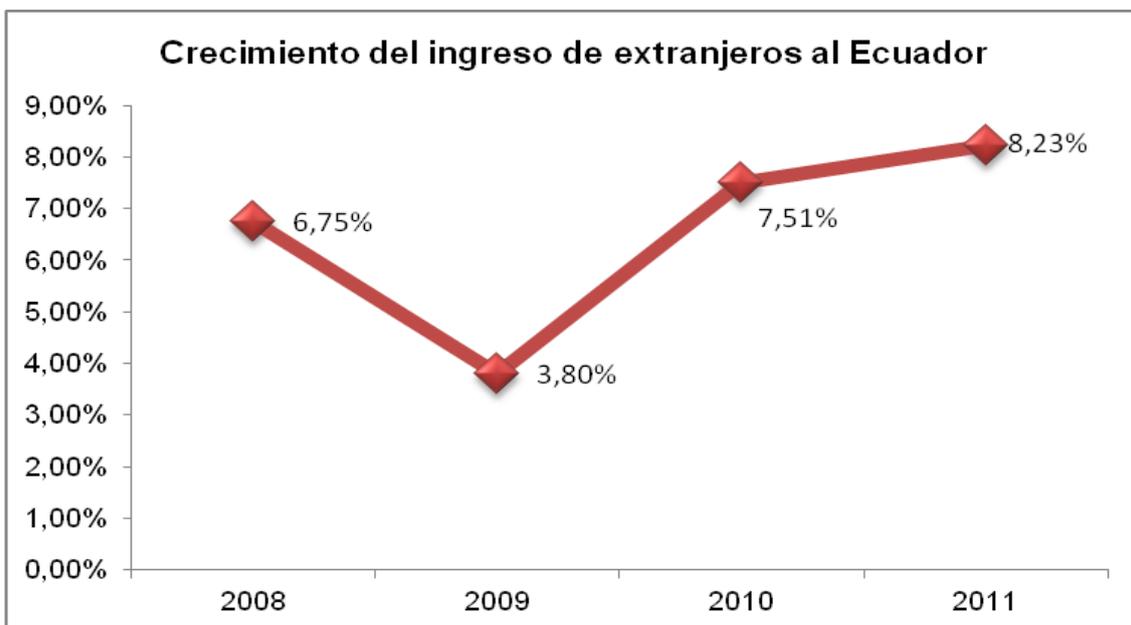
Para el año 2008, a pesar de la crisis financiera mundial desatada en el tercer trimestre, el país aumentó su ritmo de crecimiento y recibió un total de 1,005.297 extranjeros, cifra que demuestra un aumento con respecto al cierre del año 2007.

Para el año 2009 los efectos de la crisis financiera originada en Estados Unidos se hicieron sentir en el Ecuador. Como efecto de esto, el Ecuador recibió 968,499 extranjeros, lo que representa un total de menos 36,798 extranjeros con relación al 2008.

Para el año 2010, el Ecuador contabilizó 1,047.098 entradas de extranjeros al país, con lo cual se evidencia un crecimiento. Este crecimiento se mantuvo en

el 2011, año en el cual se registraron un total de 1,140.978 llegadas de extranjeros al Ecuador.

Gráfico No. 5 Crecimiento del ingreso de extranjeros al Ecuador durante el período comprendido entre los años 2008 y 2011



Fuente: Ministerio de Turismo del Ecuador

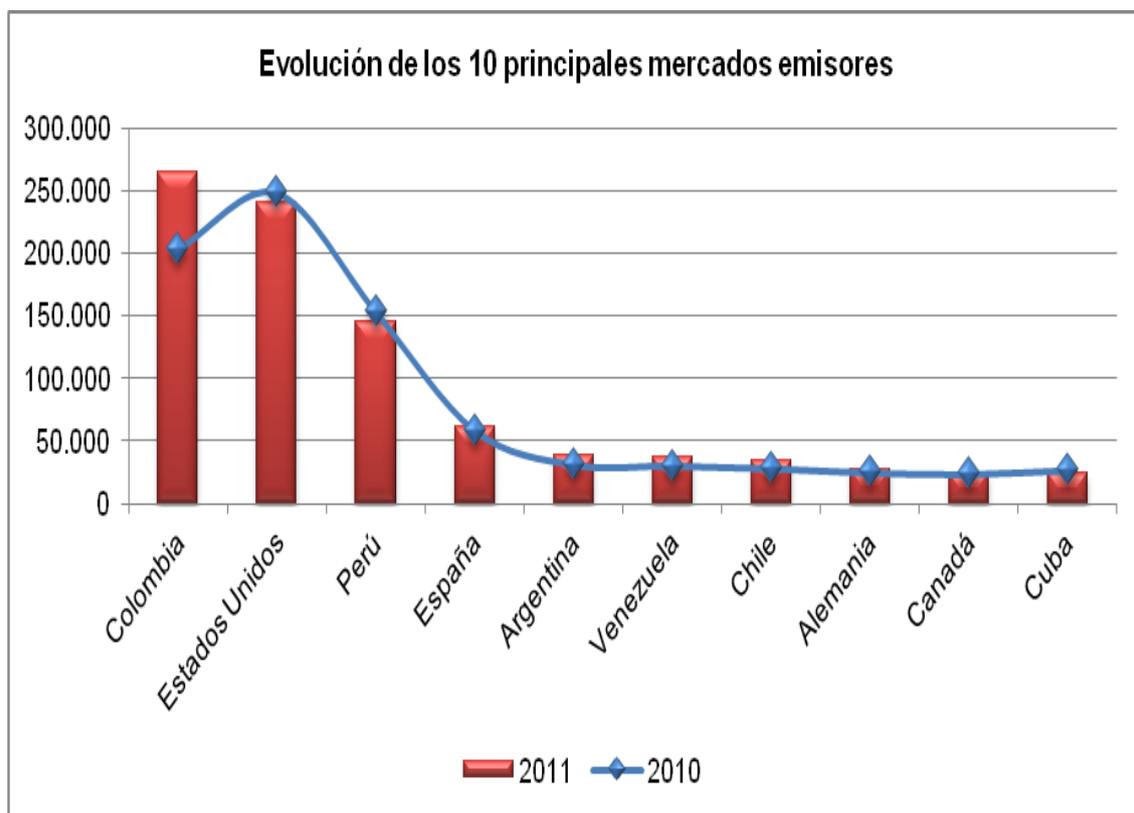
Elaborado por: La Autora

Los visitantes no residentes que llegaron durante el año 2011 al Ecuador fueron principalmente de Colombia, Estados Unidos, Perú, España, Argentina, Venezuela, Chile, Alemania, Canadá y Cuba, en estos mercados se concentró el 78.78% del total de los arribos.

Los países vecinos, Colombia y Perú representan el 38.98% de la totalidad de extranjeros que ingresaron en el país, seguido por Estados Unidos y Canadá con el 23.35%.

En menor porcentaje, pero no menor importancia, se encuentra Latinoamérica con un 11.80%, seguido por otros países europeos como España y Alemania con un 7.65%. (Ministerio de Turismo del Ecuador, 2012).

Gráfico No. 6 Evolución de los 10 principales mercados emisores



Fuente: Ministerio de Turismo del Ecuador

Elaborado por: La Autora

1.2. Indicadores económicos del turismo

Uno de los indicadores que ayudan a medir la importancia que tiene el turismo dentro de una economía, se calcula a partir del peso del consumo turístico receptor en el PIB, en donde el consumo turístico receptor (conturec) hace referencia al consumo efectuado por los visitantes no residentes, como resultado directo de sus viajes.

Esta variable se calcula a partir de la información obtenida de la balanza de pagos y es igual al concepto de viajes más el rubro de transporte de pasajeros registrados en la cuenta corriente, en tanto que el PIB es el valor de los bienes y servicios de uso final generados por los agentes económicos en el país en un año, desde la óptica de los productores y de los utilizadores finales.

Tabla No. 3 Peso del consumo turístico receptor en el PIB durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011

AÑO	CONTUREC	PIB	INDICADOR
2007	626,2	45.503,60	1,4
2008	745,2	54.208,50	1,4
2009	674,2	52.021,90	1,3
2010	786,6	58.910,00	1,0
2011	829,25	65,145.00	1,3

Fuente: Banco Central del Ecuador

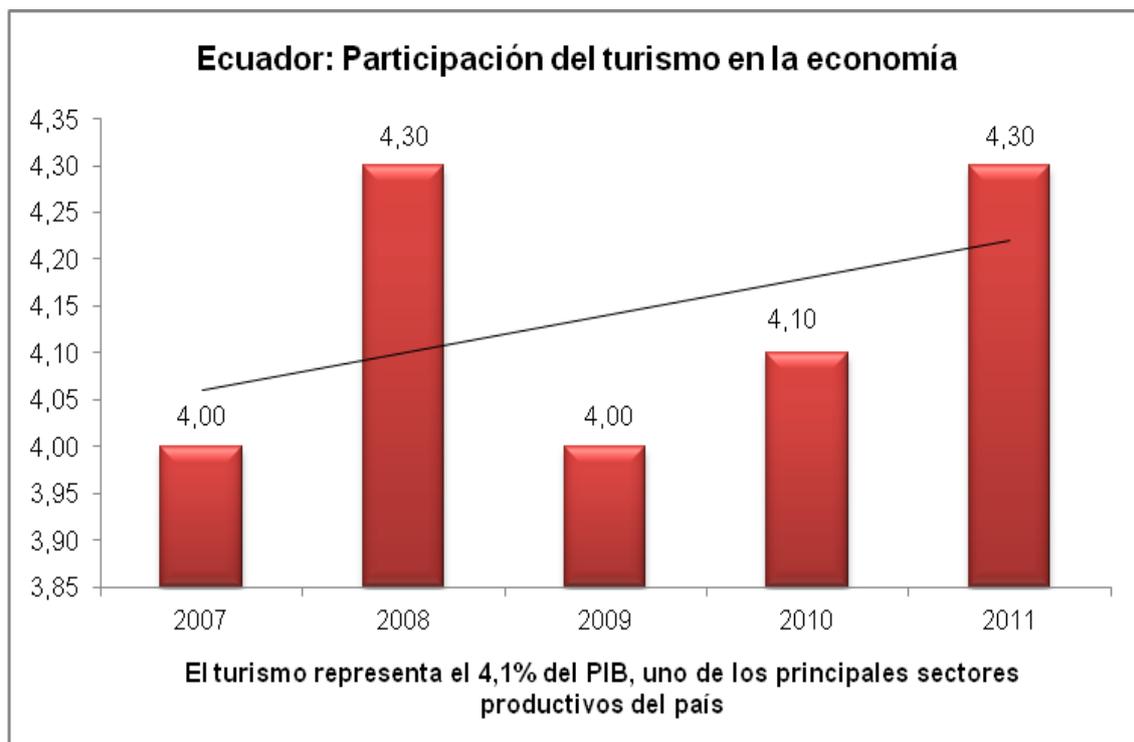
Elaborado por: La Autora

Para el año 2011, se obtuvo un indicador del 1.3%, una cifra que refleja el aumento de visitantes extranjeros al país, y que supera la tendencia decreciente que se ha venido manteniendo desde la crisis financiera mundial que se produjo en el año 2008. (Banco Central del Ecuador, 2012).

Sin embargo, se debe recalcar que para incrementar el resultado de este indicador, es importante contar con políticas y estrategias de promoción turística que permitan incrementar las llegadas de visitantes no residentes y el gasto del consumo turístico, lo que elevará el indicador como señal positiva.

Tradicionalmente el turismo ha sido una actividad importante para la economía nacional por la generación de empleos, la captación de divisas y su efecto multiplicador en la economía; sin embargo su aportación al PIB nacional oscila alrededor del 4.1%, esta participación del turismo dentro del PIB no es tan significativa como la participación de otros sectores de la economía.

Gráfico No. 7 Participación del turismo dentro del PIB ecuatoriano



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: La Autora

Aunque la participación del sector dentro del PIB no es de las más elevadas, se puede decir que el turismo en el país ha venido recuperándose luego de la fuerte crisis económica a nivel mundial del año 2008. Parte de esta recuperación se debe a la implementación del Plan Integral de Marketing Turístico 2010-2014 (PIMT), que contempla el posicionamiento del Ecuador a escala mundial como líder del turismo sostenible.

Durante el 2011 el Ministerio de Turismo participó por primera vez en la historia del turismo ecuatoriano en 69 eventos y ferias turísticas internacionales y en 44 nacionales, eso permitió incursionar en nuevos e importantes mercados emisores del turismo. (Ministerio de Turismo del Ecuador, 2012).

1.3. FODA del sector turístico del Ecuador

Con una gran variedad de ecosistemas y contrastes de selvas, nieves, playas y la diversidad de culturas, Ecuador ofrece una amplia gama de oportunidades para el desarrollo de la actividad turística. Las posibilidades de inversión son diversas y se relacionan con el turismo de sol y playa, el turismo de naturaleza, los deportes de aventura, el turismo cultural y los viajes de negocios.

Sin embargo, el sector turístico en Ecuador está prácticamente en una etapa inicial de desarrollo, por lo que se evidencian algunas necesidades de cambio, como son la mejora de infraestructuras, redes viales y señalización de carreteras y calles, mayor implementación de las nuevas tecnologías de la información y comunicación y una mayor cobertura internacional.

Las oportunidades de inversión se presentan en áreas tales como el transporte aéreo, alojamientos, centros de información, transporte terrestre, alimentación, servicios médicos, capacitación de recursos humanos y consultoría, entre varios otros. (Oficina Económica y Comercial de la Embajada de España en Quito, 2006)

Según un análisis FODA realizado por la revista de economía y negocios Ekos en su edición No. 38 del año 2007, las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas, del sector turístico ecuatoriano son las siguientes:

a) Fortalezas

- La mejora global de la imagen y la consolidación de algunos productos y destinos, por ejemplo: el turismo de sol y playa, turismo de aventura, ecoturismo y turismo cultural.
- Localización geográfica estratégica con frentes hacia Estados Unidos, Europa y Asia.

b) Oportunidades

- La riqueza y la diversidad de los recursos: espacio, geografía, naturaleza, historia, cultura, gente y autenticidad.
- Diversidad de climas durante todo el año.
- Paisajes de una gran belleza natural, competitivos con los mejores del mundo.
- El crecimiento de las economías regional y mundial.
- Los tipos de cambio y la ventaja en precios: un dólar débil y un euro fuerte anima a los americanos a viajar por su propio continente.
- El crecimiento del mercado de los viajeros pudientes y con tiempo (principalmente la tercera edad).
- La diversificación de los destinos.
- El uso de las tecnologías de la información y comunicación para informarse y reservar.
- Los nuevos modelos de viaje: el viaje individual.
- El crecimiento de la demanda de productos como cruceros, turismo rural y ecoturismo.

c) Debilidades

- La poca dedicación del Gobierno Nacional al desarrollo turístico.
- La persistencia de problemas de accesibilidad y comunicación.
- Gran concentración de la demanda en un número limitado de destinos.
- Precios poco competitivos.
- La falta consolidada de una imagen: escaso conocimiento de los recursos.
- Baja inversión en actividades de promoción.
- La falta de inversión general para el fortalecimiento del sector.

d) Amenazas

- El aumento de la competencia internacional de destinos muy activos en el ámbito del desarrollo turístico.

- Saturación de los sitios considerados patrimonio natural y cultural. (Revista Ekos economía, 2007).

1.4. Análisis de las empresas turísticas que operan en el Ecuador

En el Ecuador la industria del turismo es bastante amplia, existen una gran cantidad de ofertantes con productos y paquetes similares, que provocan que la competencia en el sector sea elevada.

No existen estadísticas o referencias disponibles sobre cuáles son las principales operadoras de turismo que componen el sector; sin embargo, existen métodos que pueden ayudar a determinar cuáles son los principales operadores de turismo del Ecuador. Para esto, se realizó un análisis de las operadoras de turismo que concentran la mayor parte de sus operaciones en las Islas Galápagos.

Tabla No. 4 Participación en el mercado de Galápagos de las principales operadoras de turismo ecuatorianas según la ocupación de sus embarcaciones

Operadora	2009	2010	2011	Promedio
Andando Tours	4,62%	5,35%	5,31%	5,09%
Canodros	16,30%	16,98%	17,85%	17,04%
Ecoventura	7,81%	7,85%	6,92%	7,53%
Enchanted Expeditions	3,32%	3,28%	3,04%	3,21%
Haugan Cruises	2,67%	2,55%	2,34%	2,52%
Kleintours	24,41%	24,05%	23,97%	24,14%
Latin Trails	1,05%	0,70%	0,76%	0,84%
Metropolitan Touring	25,50%	25,25%	25,12%	25,29%
Ocean Adventures	4,98%	4,69%	4,85%	4,84%
Quasar Náutica	4,17%	2,14%	3,29%	3,20%
Rolf Wittmer	5,17%	7,15%	6,54%	6,29%

Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

El destino turístico más frecuentado del Ecuador son las Islas Galápagos; donde el 11% de los ingresos por turismo y 14% del empleo del sector se relacionan directamente con los casi 180.000 turistas que llegan cada año a disfrutar de la biodiversidad, tan rica y diferente, de estos ecosistemas isleños únicos en el mundo.

Es por esta razón que se realizó el análisis de participación de mercado de las empresas del sector en base a la ocupación que han mantenido sus respectivas embarcaciones durante los últimos tres años, llegando a la conclusión que existen 11 operadoras de turismo con la mayor participación del mercado de galápagos.

Las tres empresas que encabezan la lista son: Metropolitan Touring, que ha mantenido un promedio del 25% de ocupación en sus embarcaciones del total de todas las empresas que compiten en Galápagos; seguido por Kleintours con un promedio del 24% y finalmente Canodros con un promedio del 16%.

Para conocer la participación de Metropolitan Touring dentro del sector turístico del Ecuador, se utilizó el total de sus ingresos obtenidos durante el año 2010 que fueron de US\$42.07 millones y se comparó contra los US\$786.5 millones de dólares que corresponden a los ingresos por concepto de turismo en el Ecuador durante el mismo año.

Se obtuvo como resultado que la participación de Metropolitan Touring dentro del mercado es del 5.43%, este resultado demuestra no solo que la competencia dentro del sector es bastante numerosa, sino que también la empresa debe trabajar en nuevas estrategias que le permitan obtener una mayor participación y posicionarse mejor dentro del mercado.

1.5. Necesidades de financiamiento de las empresas turísticas del Ecuador

Las empresas dentro de toda sociedad constituyen uno de los principales agentes económicos, muchas de ellas con el giro de sus negocios han crecido operativamente y han incrementado su rentabilidad, como también les ha permitido ampliar su participación dentro de su sector sea éste comercial, servicios, financiero o industrial.

Otras empresas con las mismas perspectivas no han podido cumplir con sus objetivos, que les permita alcanzar los niveles de crecimiento, rentabilidad y participación, sea esto por una deficiente administración, factores negativos del entorno de su mercado, o de tipo económico lo que ha originado que muchas organizaciones se encuentren en problemas financieros y busquen fuentes de financiamiento para afrontar sus problemas de liquidez y reactivar nuevamente sus operaciones.

En ambos casos las organizaciones buscan crecer, mantenerse y otras reactivarse en el mercado, para lo cual necesitan de recursos financieros que en muchos casos no todas las empresas disponen en el momento mismo que deciden invertir planificando a futuro sus negocios. (Universidad Andina Simón Bolívar, 2004)

Actualmente, en una industria del turismo tan competitiva como lo es la ecuatoriana, las empresas de turismo se encuentran en constante lucha por obtener un mejor posicionamiento en el mercado, razón por la cual acceden a la búsqueda de financiamiento que les permita llevar a cabo sus estrategias de operación o inversión.

Dichas estrategias permiten abrir más mercado en otros lugares geográficos, aumentar la producción, construir hoteles o restaurantes, adquirir nuevas embarcaciones, hacer alguna otra inversión que la empresa vea benéfica para

sí misma o aprovechar alguna oportunidad que presente el mercado. (Emprende Ecuador, 2011)

En el caso de las empresas ecuatorianas, hay muchas maneras de financiarse, puede ser por medio de los proveedores, clientes ó incluso empleados. Pero a la hora de conseguir recursos líquidos, el menú se reduce a dos alternativas básicas: a través de instrumentos de deuda o vía capital, que también es utilizable para reducir pasivos con vencimiento a corto plazo y los de largo plazo que llega al final de su tiempo de gracia.

El capital es una opción viable cuando los socios exigen una rentabilidad más baja que el costo financiero de un crédito. Esto significa que para el negocio es más barato responderles a esos socios que a un intermediario. También se acude al capital cuando el retorno del proyecto genera tanta incertidumbre que ni siquiera es posible proyectar un flujo confiable. En tal caso, la responsabilidad frente al riesgo recae únicamente en la propia empresa. Si no se sabe qué pasará con el flujo de caja esperado, nadie estará dispuesto a prestarle a una tasa aceptable.

En cambio, se considera el crédito como opción cuando la financiación es menos costosa que la rentabilidad exigida por los socios y cuando genera un apalancamiento que esté por debajo de la rentabilidad del negocio. En otras palabras, es bienvenido el préstamo si el aumento en el nivel de endeudamiento no perjudicará la rentabilidad de los activos netos, y será más barato acudir a los socios. En efecto, el ideal es que los nuevos fondos sean destinados a proyectos de inversión cuya rentabilidad asegure la reacción de valor en la empresa.

La clave es definir un criterio adecuado que ayude al empresario a saber cuándo debe o no pedir un préstamo. Por eso, debe considerar elementos como la capacidad de pago que tiene y tendrá la empresa, el comportamiento

de los ingresos y egresos en el tiempo, el nivel de endeudamiento que ya maneja y el equilibrio que debe mantener esta rentabilidad y liquidez.

Al momento de otorgar un préstamo, los intermediarios financieros analizan varia información que les permite determinar si es factible o no entregar un préstamo a la empresa que lo solicita:

- En qué consiste el negocio: experiencia y alcances
- Información gerencial: administración, organización, políticas y experiencia de los directivos.
- Información financiera: estados financieros actuales y proyectados, notas explicativas y soportes de operaciones.
- Indicadores de liquidez, rentabilidad y endeudamiento.
- Generación de recursos
- Eficiencia operacional.
- Claridad de sus necesidades y expectativas de desarrollo y crecimiento.

Sin embargo, existe cierta información que pone a dudar a los intermediarios financieros y que podría resultar en la negación del crédito solicitado por la empresa, como por ejemplo:

- Cambios imprevistos en la composición accionaria de la compañía y/o cambios repentinos de los principales ejecutivos.
- Deficiencias en la información contable y financiera.
- Pasivos contratados a costos superiores a los del mercado.
- Deterioro en la base patrimonial por pérdidas acumuladas por reparto constante de utilidades.
- Diversificación en campos no conocidos.
- Disminución o aumentos inexplicables en ventas, pasivos, utilidades, etc.
- Atraso en pagos a proveedores, servicios públicos, empleados, etc.
- Sobregiros constantes o demasiado altos.
- Incremento o no pago de las obligaciones fiscales.

Se debe tomar en cuenta, que lo importante antes de recurrir a un crédito, es analizar las condiciones del mismo, con el fin de determinar si la empresa contará con el flujo de efectivo necesario para hacer los abonos a tiempo:

- Cuánto cuesta el préstamo, es decir la tasa de interés.
 - Cuándo tiene que terminar de pagar el préstamo, se refiere al plazo.
 - Cada cuánto tiene que realizar pagos, es decir la frecuencia de pago.
- (Fuentes de financiación para la gran empresa, 2006)

1.5.1. Sistema bancario Ecuatoriano

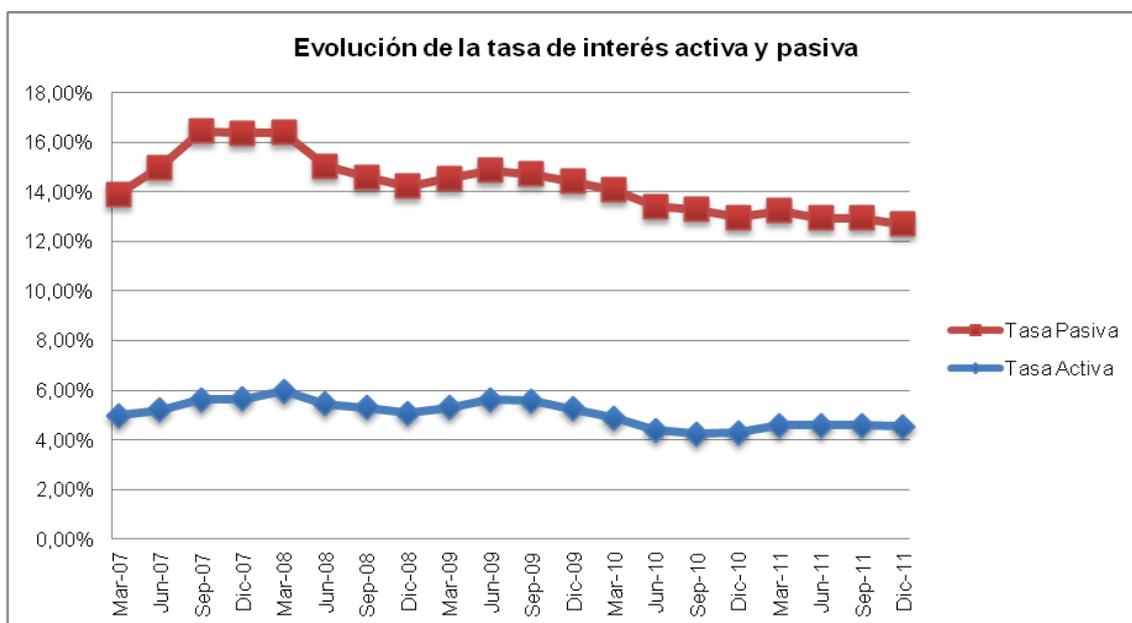
- a) Tasas de interés: En lo referente al manejo de las tasas de interés de las entidades financieras, la política del Gobierno ecuatoriano es la de manejar una política de regulación de las mismas con el afán de incentivar la demanda de crédito.

La tasa de interés activa varió del 10.72% en diciembre del 2007 a 9.14% en diciembre del 2008, 9.19% en diciembre del 2009, 8.68% en diciembre del 2010 y se ubicó en 8.17% para el cierre del 2011.

Por otro lado, la tasa de interés pasiva pasó de 5.64% en diciembre del 2007, a 5.09% en diciembre del 2008, 5.24% en diciembre del 2009, 4.28% en diciembre del 2010 y se ubicó en 4.53% para diciembre del 2011.

La perspectiva con respecto a las regulaciones de tasas de interés y tarifas es que éstas se mantengan, por lo cual las entidades financieras están obligadas a buscar alternativas, diversificar sus productos y definir sus estrategias de crecimiento apuntando a su segmento de mercado, de manera que puedan generar márgenes de rentabilidad positivos derivados directamente de su negocio de intermediación financiera. (Banco Central del Ecuador, 2012)

Gráfico No. 8 Evolución de la tasa de interés activa y pasiva durante el periodo comprendido entre los años 2007 y 2011



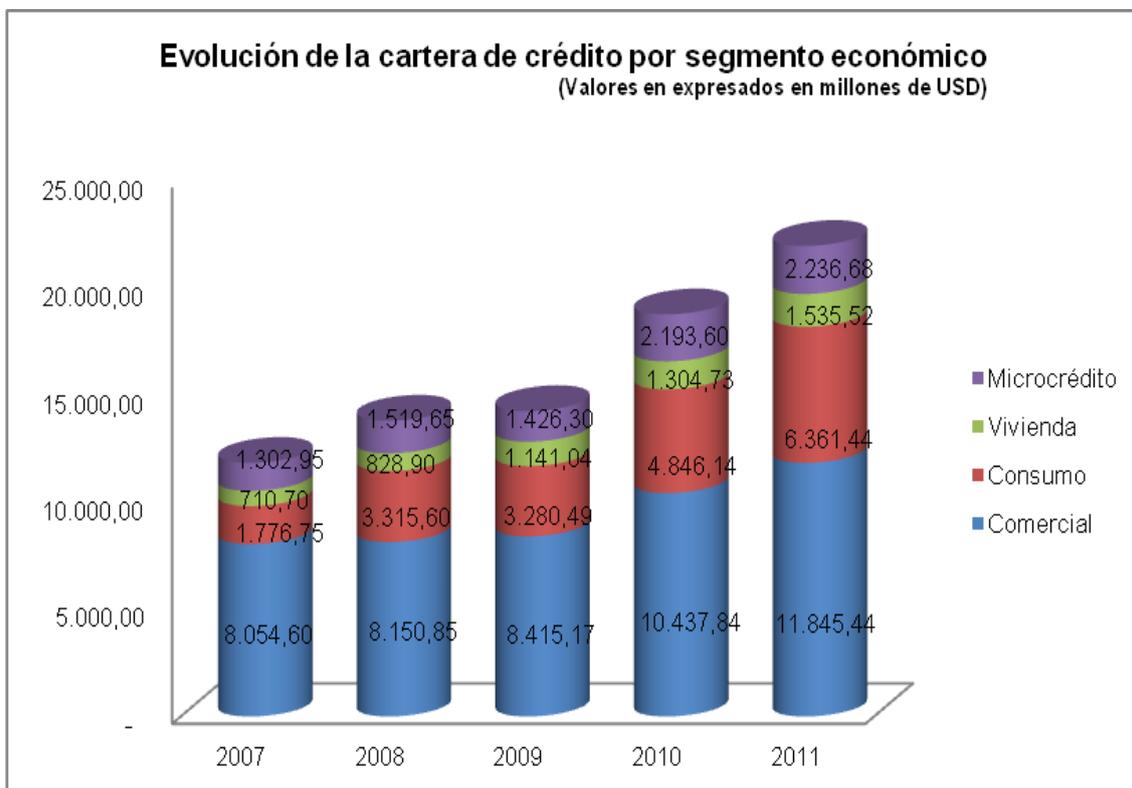
Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: La Autora

b) Cartera de créditos: La evolución de la actividad crediticia del sistema financiero muestra desde el 2007 un cambio positivo. Este comportamiento se observa básicamente en los sectores de la banca privada, cooperativas y banca pública.

Para el año 2011 se observa un incremento significativo de las colocaciones, lo cual se deriva del mejor contexto económico vivido durante dicho año, en el cual ante la menor incertidumbre del sistema se reactivó la demanda de crédito; siendo así que, la cartera de créditos del sistema de bancos privados creció de US\$18,825.39 millones en el año 2010 a US\$21,936.00 millones en el año 2011.

Gráfico No. 9 Evolución de la cartera de crédito por segmento económico durante el periodo comprendido entre los años 2006 y 2011



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: La Autora

La estructura de las colocaciones del sistema determinó que la mayor parte de los créditos colocados en el sistema corresponden a la cartera comercial, que ascendió de US\$10,437.84 millones en el 2010, a US\$11,845.44 millones en el 2011, los que representan el 54% de la cartera de créditos bruta.

La cartera de consumo en términos reales mostró un crecimiento de US\$1,515.00 millones ya que pasó de US\$4,846.14 millones en el 2010 a US\$6,361.44 millones en el 2011, representando el 29% de la cartera bruta. Por otra parte, la cartera de vivienda mostró un ligero incremento, ya que pasó de US\$1,304.73 millones en el 2010 a US\$1,535.52 millones en el 2011, lo cual representa el 7% de la cartera bruta. Adicionalmente, se debe destacar el espacio que ha ganado el segmento de crédito a la microempresa a partir del año 2008; durante este último periodo se observa

un incremento pasando de US\$2,193.60 millones en el 2010 a US\$2,236.68 millones en el 2011, llegando a representar el 10% de la cartera bruta. (Superintendencia de Bancos y Seguros, 2012)

- c) Liquidez:** El crecimiento de la economía ecuatoriana en el 2011 permitió que las entidades financieras obtengan mayores fuentes de liquidez. En términos de variaciones anuales, persiste una mayor aceleración por parte de las colocaciones crediticias en relación a las captaciones de depósitos; lo cual demuestra que las instituciones financieras tienen un papel dinamizador inyectando recursos en sectores fundamentales que impulsan al crecimiento económico.

En diciembre del 2011, el panorama financiero conformado por el Banco Central del Ecuador y las otras sociedades de depósito, registró niveles de liquidez por US\$2,441.1 millones, lo que representó un monto superior en US\$1,381.8 millones al registrado en noviembre que fue US\$1,059.3 millones. La liquidez de este mes fue resultado principalmente de operaciones con el sector externo por US\$1,150.1 millones, con el sector privado por US\$1,088.7 millones y con las otras sociedades financieras por US\$108.5 millones; entre otras.

CAPÍTULO II

2. Análisis de la situación actual y las perspectivas futuras de la emisión de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano

Los inicios del mercado de valores del Ecuador empiezan con la expedición de la primera ley de mercado de valores el 28 de mayo de 1993, su principal aporte fue la constitución de las casas de valores.

El 23 de julio de 1998 se expidió la nueva ley de mercado de valores, la misma que se encuentra vigente en la actualidad y establece la política general del mercado de valores y regula su actividad.

El mercado de valores se denomina también mercado de capitales porque los fondos que se canalizan se documentan en títulos valores, apelándose al ahorro público, al de los particulares y al de las empresas en general.

A estos se les ofrece una rentabilidad por orientar sus dineros hacia inversiones productivas y no para consumo.

Así, el establecimiento de los mercados de valores a largo plazo juega un papel crucial en el impulso económico sostenido de un país, pues incrementa el volumen total de fuentes financieras y moviliza grandes cantidades de ahorros hacia el sector productivo.

Aquí se negocian esencialmente acciones, bonos y obligaciones corporativas. Las negociaciones de los valores se efectúan en forma abierta al público, en igualdad de condiciones para los oferentes y demandantes, lo que promueve la creación de títulos negociables, permitiendo un impulso al mercado de capitales.

El desarrollo del mercado de valores es una tarea de largo plazo que requiere sembrarse en corto plazo. En relación a la financiación de las empresas, en especial mediante acciones. Estos títulos se constituyen a perpetuidad para el crecimiento sostenido de la misma.

En el Mercado de Valores, existen participantes como: emisores, inversionistas e intermediarios. (Escuela Politécnica Nacional, 2006).

2.1. Funciones y ventajas del mercado de valores

Las principales funciones del mercado de valores son:

- La canalización de recursos financieros para actividades productivas de mediano y largo plazo.
- Constituirse en fuente de financiamiento a bajos costos financieros.
- Constituirse en fuente de inversión con alta rentabilidad y diversidad de instrumentos.

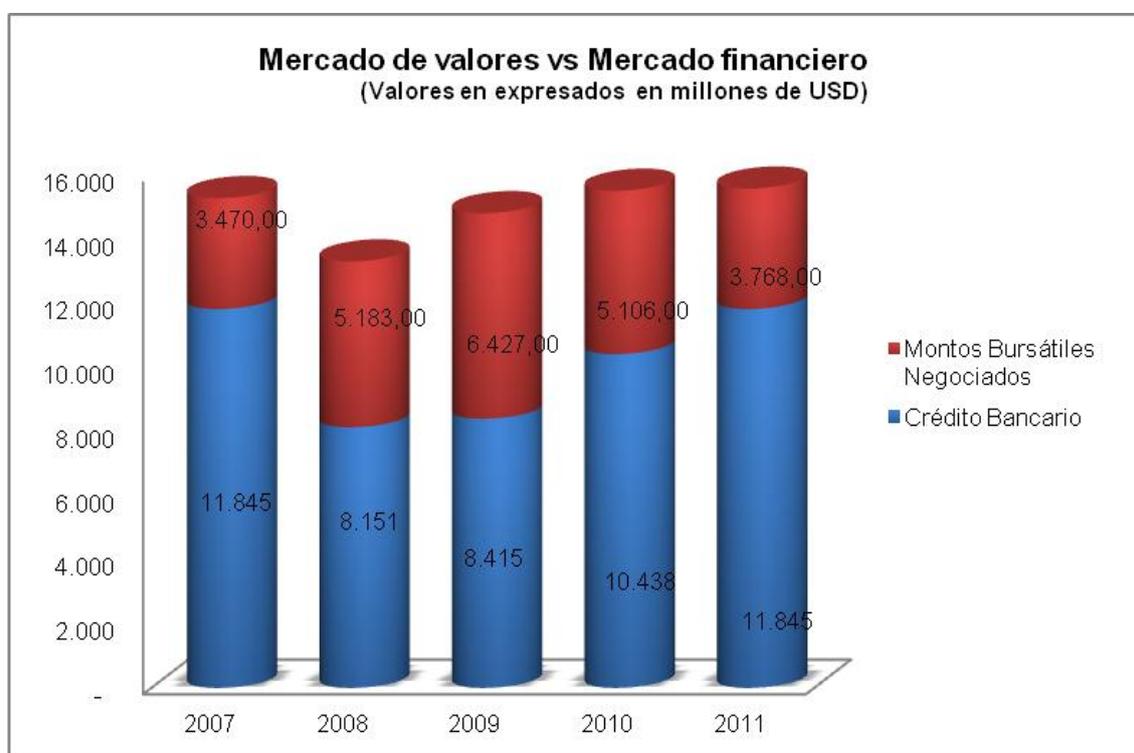
Entre las principales ventajas del mercado de valores se encuentran las siguientes:

- Genera un ambiente de confianza en la variedad y eficacia de sus mecanismos.
- Los empresarios consiguen mayores volúmenes de recursos y a costos más convenientes.
- Existe facilidad para entrar o salir del mercado.
- Las personas se ven estimuladas a generar ahorros para invertirlos.
- Existe una intermediación eficiente y económica para la transferencia de recursos de quien los tiene a quien los necesita.
- Provee liquidez al emisor y al inversionista por igual.
- Permite la reestructuración de pasivos.

2.2. Mercado de valores vs. Mercado financiero ecuatoriano

Al comparar las cifras del mercado de valores con el mercado financiero, se puede observar que el crédito bancario es mayor que el total negociado en bolsas. Con esto se demuestra que las empresas han optado por el mercado financiero para buscar financiamiento.

Gráfico No. 10 Comparación de valores emitidos entre el mercado de valores vs el mercado financiero durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011



Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaborado por: La Autora

Una de las razones por las cuales las empresas continúen viendo al mercado financiero como una mejor opción, es que el trámite para acceder a capital a través del mercado de valores es muy largo, y en muchas ocasiones las empresas necesitan el capital inmediatamente. Para esto debe tomarse en cuenta reducir el trámite para estimular a las empresas a participar activamente en el mercado de valores.

Además, en el mercado de valores actual participan pocas empresas y solo las más grandes, pues existen condiciones que las empresas deben cumplir en lo que respecta a calificación de riesgo, patrimonio de la empresa, etc., y únicamente las empresas de mayor tamaño logran cumplir estas condiciones. Sería interesante que se tomara también en cuenta a las empresas pequeñas, haciendo cambios en la ley de mercado de valores y permitiéndoles de este modo acceder así a capital.

El Ecuador es un país de poca cultura accionaria o de capitales, más que el mismo temor a perder el dinero, influye en la población la ignorancia y desconocimiento referente a este tema.

Considerando nuestro entorno se arriesga menos invirtiendo en certificados o títulos de valores que manteniendo el dinero ahorrado a bajísimas tasas de interés (para los ofertantes) y se lograría mayor rentabilidad de una inversión si los demandantes de capital (empresas privadas) abrieran empresas con la libertad que exige la negociación accionaria.

En otras palabras, la cultura de valores debe abarcar tanto al ciudadano común como al empresario que necesita librarse de tabúes que los conduzcan al desarrollo y a la rentabilidad de sus inversiones.

Sin embargo, en los últimos cinco años los montos emitidos en oferta pública en el mercado de valores ecuatoriano registraron un crecimiento promedio anual del 88%. Mientras que en el 2007 el monto emitido total por oferta pública fue de US\$296 millones, en el 2010 se alcanzó un máximo histórico cercano a los US\$1,990 millones. De la misma manera el número de emisiones creció a un promedio de 43% anual. En el 2007 se aprobaron 33 emisiones, mientras que en el 2011 ese número alcanzó las 110 emisiones.

a) Tipo de renta: Siguiendo la estructura tradicional del mercado de valores ecuatoriano, los montos emitidos en renta fija tuvieron una concentración

promedio en los últimos 5 años del 97% del total de emisiones. De la misma manera la concentración en el número de emisiones fue del 95% para valores de renta fija.

Los montos emitidos en valores de renta fija alcanzaron su máximo en el 2010, cuando llegaron a US\$1,967 millones, sin embargo, en el 2011 los montos emitidos en renta fija sufrieron una caída del 10% con respecto al año anterior. En lo que respecta al número de emisiones hubo un crecimiento continuo en los últimos años hasta llegar a un máximo histórico de 110 emisiones de renta fija en el 2011.

En el caso de valores de renta variable, el monto más alto emitido en los últimos cinco años se registró en el 2008, por alrededor de US\$76 millones. En el 2011 el monto total emitido fue de US\$41 millones, lo que representa un crecimiento del 72% con respecto a lo registrado en el 2010.

Gráfico No. 11 Valores emitidos por tipo de renta durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011



Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaborado por: La Autora

b) Titularizaciones: El comportamiento de las emisiones de las titularizaciones de renta fija ha sido similar al de las obligaciones corporativas.

Los montos emitidos en titularizaciones experimentaron un crecimiento promedio anual del 62% y durante el 2011 el monto total emitido alcanzó un máximo histórico de US\$949 millones, lo que significó un crecimiento del 70% con respecto al año anterior.

El número de emisiones en titularizaciones registró un crecimiento anual promedio del 44% en los últimos cinco años. En el 2011 el número de emisiones de titularizaciones fue de 33, lo que significó un crecimiento del 6% con respecto al año inmediatamente anterior.

Gráfico No. 12 Valores emitidos por titularizaciones durante el período



comprendido entre los años 2007 y 2011

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaborado por: La Autora

- c) **Papel comercial:** En el caso de las obligaciones de corto plazo se observó un crecimiento hasta el 2010, cuando éstas alcanzaron un monto total emitido de US\$1,000 millones. El monto emitido en ese año es un valor distorsionado ya que en periodos anteriores no superó los US\$60 millones. Posteriormente, en el 2011 el monto emitido se redujo y llegó a los US\$492 millones. El crecimiento en número de emisiones de este valor ha sido más constante, considerando que en el 2007 se aprobó una emisión de papel comercial, mientras que en el 2010 se aprobaron 17.
- d) **Acciones:** La emisión de acciones en los últimos cinco años ha estado marcada por una volatilidad en los montos emitidos y ninguna tendencia clara de crecimiento.

El mejor año para la emisión de acciones fue el 2008, con un monto de US\$56 millones y un total de cinco emisiones. A diferencia de lo que ocurrió con renta fija, el 2010 fue el peor año en emisión de acciones, pues solo se registro una por US\$150 mil. Por último en el 2011 se registraron US\$41 millones en dos emisiones.

Gráfico No. 13 Valores emitidos en acciones durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011



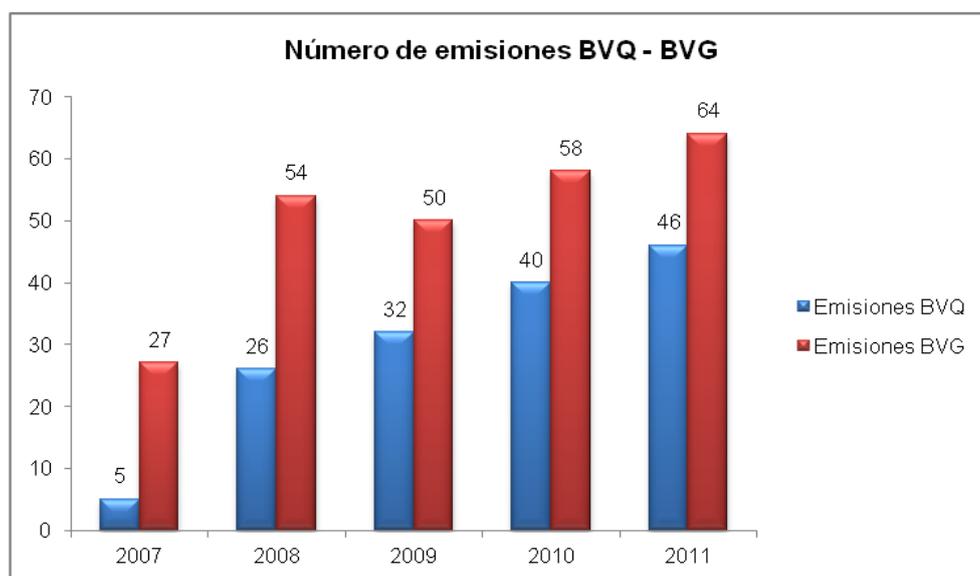
Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaborado por: La Autora

Con este crecimiento que se evidenció en los últimos cinco años, las bolsas de valores de Quito y Guayaquil se vieron beneficiadas. El número de emisiones negociadas por la Bolsa de Valores de Quito aumentó considerablemente. En el 2007 se registraron cinco emisiones, mientras que para el 2011 ese número subió a 46.

Por otra parte, en el 2007 la Bolsa de Valores de Guayaquil registró un total de 27 emisiones y 64 en el 2011. En estos cinco años el mercado bursátil aprobó un total de 396 emisiones de oferta pública, en donde la BVG tuvo un total de 250, mientras que la BVQ registró 146.

Gráfico No. 14 Número de emisiones realizadas por la BVQ y la BVG durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011



Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaborado por: La Autora

El crecimiento en los montos emitidos y aprobados por la BVQ fue mayor que el de la BVG. Es así como el crecimiento promedio anual en los montos emitidos en la BVQ fue del 129%, mientras que la BVG fue de 56%.

En el 2010 la BVQ aprobó la emisión de US\$1,450 millones, alcanzando su máximo histórico. Entre el 2007 y el 2011 se emitieron US\$5,792 millones en el mercado bursátil, de los cuales US\$3,587 millones fueron aprobados por la BVQ y US\$2,203 millones por la BVG. (Revista Ekos, 2012)

2.3. Emisión de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano

En el Ecuador, para poder efectuar una emisión de obligaciones, previamente se deberá cumplir con los siguientes requisitos:

1. Encontrarse inscrito en el registro del mercado de valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste.
2. Toda emisión de obligaciones requerirá de calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el registro del mercado de valores.

Durante el tiempo de vigencia de la emisión, el emisor deberá mantener la calificación actualizada. Únicamente se exceptúa de esta calificación a los valores emitidos, avalados o garantizados por el Banco Central del Ecuador o el Ministerio de Economía y Finanzas, así como las acciones de compañías o sociedades anónimas.

3. Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de compañías.
4. Toda emisión estará amparada por una garantía general y además podrá contar con garantía específica. Las garantías específicas podrán asegurar el pago del capital, de los intereses parcial o totalmente, o de ambos.

Por garantía general se entiende la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica.

Por garantía específica se entiende aquella de carácter real o personal, que garantiza obligaciones para asegurar el pago del capital, de los intereses o de ambos.

Si la garantía consistiere en prenda, hipoteca, la entrega de la cosa empeñada, en su caso, se hará a favor del representante de obligacionistas o de quien éstos designen.

5. La emisora, como parte de las características de la emisión, deberá celebrar con una persona jurídica, especializada en tal objeto, un convenio de representación a fin de que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponda a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total, dicho representante quedará sujeto a la supervisión y control de la Superintendencia de compañías, en cuanto a su calidad de representante. El representante de obligacionistas no podrá mantener ningún tipo de vínculo con la emisora, el asesor, agente pagador, garante, ni compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor. Actuará por el bien y defensa de los obligacionistas, respondiendo hasta por culpa leve, para lo cual podrá imponer condiciones al emisor, solicitar la conformación de un fondo de amortización, demandar a la emisora, etc. Este representante contará con todas las facultades y deberes que le otorga la Ley del mercado de valores y sus normas. El representante legal de la persona jurídica que sea representante de los obligacionistas deberá asumir responsabilidad solidaria con ésta. (Superintendencia de Compañías, 2006).

Dentro del proceso de emisión, es importante considerar los rubros que integran los costos de emitir obligaciones:

- a) **Estructuración de la emisión:** Comprende tanto la estructuración legal, como la económica-financiera; generalmente es realizada por una casa de valores,
- b) **Calificación de riesgo:** Involucra la calificación de los valores y el emisor, y tiene por objeto dar a conocer al mercado y público en general, la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los

compromisos provenientes de los valores emitidos a través de la oferta pública de valores.

Constituye un requerimiento establecido en la ley de mercado de valores y en el reglamento correspondiente. Esta calificación es elaborada exclusivamente por las compañías calificadoras de riesgo.

Abarca dos etapas, la primera, el proceso de calificación inicial, requerido para la autorización de la emisión, y posteriormente, la revisión de la calificación, en función del plazo de vigencia de la emisión, durante el tiempo de vigencia de la emisión de obligaciones, el emisor debe mantener la calificación actualizada, por lo que la revisión de la calificación debe realizarse al menos dos veces al año.

c) Representante de los obligacionistas: Figura que contempla la ley de mercado de valores, que señala la obligatoriedad del emisor de celebrar un convenio de representación con una persona jurídica especializada, que tiene por finalidad la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponden a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión, hasta su cancelación.

d) Agente pagador: Como su denominación lo indica es el ente encargado de hacer los pagos del capital y los intereses correspondientes.

Los emisores de obligaciones designarán un agente pagador, el mismo que podrá ser la propia emisora o una institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de bancos y seguros, no podrá actuar como agente pagador el representante de los obligacionistas.

e) Inscripción en el registro del mercado de valores: Constituye un requisito previo para participar en el mercado de valores. Los derechos que por tales inscripciones se cobren en el registro del mercado de valores, serán fijados mediante resolución de carácter general por el CNV.

El Consejo Nacional de Valores, anualmente expide la tabla de contribución para cada año, y se especifica que, los valores de inscripción específica, tales como obligaciones pagarán una contribución del 0.5 por mil del monto total de emisión, hasta un monto máximo de \$2.500,00.

El emisor incurre en este costo por una sola vez, para inscribir los valores en cada proceso de emisión autorizada.

- f) Otros costos:** Agrupa a aquellos en los que incurre un emisor, tales como: gastos de publicidad para el lanzamiento del proceso de oferta pública; impresión o edición de los prospectos de oferta pública para ponerlos a disposición del público inversionista; gastos de publicación; y, gastos notariales, entre los más importantes.
- g) Costos de inscripción en las bolsas de valores:** Las bolsas de valores de Quito y Guayaquil disponen de su propio estatuto social, que en ambos casos, establecen un régimen de tarifas para el cobro de cuotas de inscripción y cuotas anuales de mantenimiento para los emisores que se inscriban en bolsa.
- La tarifa de inscripción en la bolsa debe ser cancelada por una sola vez cuando el Directorio de la respectiva bolsa apruebe el registro del emisor y/o el valor; este pago debe efectuarse previo a la negociación de los respectivos valores en rueda.
- h) Costo de comisión casa de valores:** Las comisiones que cobren las casas de valores a sus clientes o comitentes serán estipuladas libremente por los contratantes, sin que se pueda invocar tarifas o aranceles determinados por asociaciones, entidades gremiales u otras personas.
- i) Costo de comisiones de bolsa de valores:** En base a la facultad de autorregulación establecida en la Ley de mercado de valores y los estatutos de cada bolsa de valores, el Directorio mediante regulación, expide las tarifas pertinentes. En este costo se debe tomar en cuenta el costo por la inscripción y el mantenimiento de estar en la Bolsa de Valores.
- j) Costos financieros de colocación:** Este rubro comprende el pago de intereses que debe asumir el emisor, por el reconocimiento de una tasa de interés al inversionista, con una periodicidad determinada en la estructuración económica- financiera de la emisión e informada en los prospectos de emisión.

De ser el caso, se considera dentro de este rubro también el costo del descuento en la negociación de los valores que corresponden a la

colocación primaria, por cuanto son costos adicionales que debe asumir en estos casos el emisor, de acuerdo al grado de aceptación de los valores en el mercado ya sea bursátil o extrabursátil, pues constituye un incentivo adicional para que el inversionista adquiera los papeles. (Superintendencia de Compañías, 2006).

2.3.1. Situación actual y perspectivas de la emisión de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano

Al entrar en un proceso de globalización nuestro país debía implementar nuevos y frescos mecanismos de financiamiento que tiendan a incentivar el desarrollo de las empresas e impulsar la producción nacional. Es ese avance tecnológico que empuja a observar los mercados y sus desarrollos, perspectivas diferentes, áreas antes no exploradas que se traducen en nuevas puertas hacia nuevos caminos a fin de mejorar nuestra rentabilidad.

Son justamente aquellas decisiones de inversión y financiamiento que llevó a Ecuador a explorar por primera vez a finales de la década de los 80' una de las más conocidas alternativas de financiamiento utilizadas en otros países latinoamericanos como es la emisión de obligaciones

Este mecanismo consiste en la emisión de títulos valores de deuda, realizada por parte de compañías que requieren captar fondos para financiar su operación, para reestructurar sus pasivos o para invertir en sus procesos de producción.

El beneficio tanto para la compañía como para los inversionistas es hacer suyo el margen del mercado financiero.

En el año 1987 se expide el primer reglamento a la Ley de compañías relativo a la emisión de obligaciones. Con un marco normativo más claro se asesoran y colocan las primeras emisiones de estos títulos en el Ecuador; entre los

primeros emisores se encuentran las empresas: Macosa, La Internacional, Textiles Nacionales, Confiteca, Laboratorios Life y Pinturas Wesco.

Para ese entonces los mercados de valores de algunos países latinoamericanos ya experimentaban un importante crecimiento. En Chile, por ejemplo, nació un nuevo sistema de administración de los fondos de pensiones de jubilación, de esta manera comienza a crecer el mercado de valores chileno y por supuesto su economía. El ahorro del sector laboral fue destinado para financiar, en gran medida, el crecimiento del sector productivo.

En el Ecuador en 1993 se expide la primera Ley de mercado de valores, en la que se introducen cambios fundamentales que impulsan el mecanismo de emisión de obligaciones. Se establecen normas para garantizar la fidelidad de la información entregada por los emisores a los inversionistas; las calificaciones de riesgo de las emisiones son efectuadas por empresas especializadas y se regula en forma más clara la oferta pública de valores.

La primera emisión de obligaciones, en este marco legal, fue la realizada en 1993 por Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL, empresa que durante los próximos 10 años fue la que más emisiones realizó en el mercado ecuatoriano, utilizando a este mecanismo como una herramienta fundamental para reducir considerable de su costo financiero y afianzar su imagen de confianza entre los inversionistas.

Los principales inversores de estos valores son especialmente las instituciones financieras y posteriormente los fondos de inversión. Las compañías de seguros, en menor medida, también participan en su adquisición. El año de 1997 se constituye en el año que más emisores de obligaciones participaron en el mercado de valores, y el de mayor monto de títulos colocado.

A partir de 1998, con la eliminación de la exoneración tributaria que beneficiaba a los intereses de las obligaciones, el número y monto de emisiones se redujo

considerablemente, especialmente a partir de la crisis bancaria de los años 1999 y 2000, el mecanismo marca un compás de espera.

El renacer de este sistema de mercado de capitales se da en el año 2001 con algunas emisiones que ya ofrecían un rendimiento en dólares, y con varios meses de gracia para pagar el capital.

Este proceso constituyó un ejemplo para otras compañías que entran al mercado de valores y se benefician de los resultados obtenidos. (Oblicorp, 2011) Los montos emitidos en obligaciones tuvieron un desarrollo importante en los últimos cinco años, con un crecimiento anual promedio del 64%. Mientras en el 2007 el monto total emitido en obligaciones fue de US\$93 millones, en el 2010 alcanzó un máximo histórico de US\$406 millones. En tanto que en el 2011 el monto emitido en obligaciones registró una caída del 18% con respecto al año anterior con un total de US\$332 millones.

El número de ofertas públicas de obligaciones corporativas registró un crecimiento sostenido del 37% anual en los últimos cinco años. El máximo histórico para este tipo de operaciones se produjo en el 2011, con un total de 62 emisiones, lo que significó un crecimiento del 27% con respecto al 2010.

De las 62 emisiones de obligaciones, 32 corresponden al sector comercial, 13 al industrial, 9 al de servicios, 3 al financiero, 3 al inmobiliario, 1 al sector de energía y minas y 1 al sector agrícola y ganadero.

Las negociaciones de obligaciones por tipo de mercado se encuentra que el 77% correspondió al mercado primario y el 23% al mercado secundario.

Por último el plazo promedio de los montos negociados fue de 1,488 días, lo que equivale a un vencimiento promedio de las obligaciones negociadas mayor a los 4 años. (Revista Ekos, 2012).

La incidencia de la emisión de obligaciones durante la última década, demuestra que las empresas encuentran una alternativa de financiamiento en éste mercado, lo que ratifica que la importancia del mercado de valores crece

día a día, y que su desarrollo influye tanto en el aspecto económico como social de un país. Es importante que se estimule el crecimiento del mercado de valores ecuatoriano, con el fin de que se mejore y se estimule el desarrollo de las pequeñas, medianas y grandes empresas del país.

Una ley de mercado de valores más accesible puede apuntar a crear y desarrollar en el futuro un mercado de valores vigoroso, autosostenido, integrado y más transparente; permitiendo que las empresas participen de manera activa en el mismo, y opten por la emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento, en lugar de recurrir al mercado financiero tradicional. (Universidad Andina Simón Bolívar, 2004)

Gráfico No. 15 Emisiones de obligaciones realizadas durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011



Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaborado por: La Autora

CAPÍTULO III

3. Análisis de los beneficios de la emisión de obligaciones efectuada por Metropolitan Touring en el año 2010

Metropolitan Touring es una corporación establecida en 1953 que comenzó su operación en Ecuador, para luego expandirse a países como Perú, Argentina, Chile y Colombia.

La empresa es pionera en la operación en las Islas Galápagos desde 1960. Hoy en día, tienen su trío de embarcaciones para cruceros de expedición: la M/N Santa Cruz y los yates Isabela II y La Pinta. La compañía además es propietaria del Finch Bay Eco Hotel en la Isla Santa Cruz.

La historia de Metropolitan Touring se ha caracterizado por dar un gran empuje al turismo en América Latina, considerado el mercado más grande y de más rápido crecimiento para el turismo global, un destino que promueve una nueva manera de viajar, para explorar tanto sus áreas urbanas como sus remotas regiones naturales.

El mercado objetivo de ETICA (dueña de la marca Metropolitan Touring) se orienta principalmente a captar clientes extranjeros con altos ingresos y buena capacidad adquisitiva. La oferta de productos de la empresa está destinada para clientes con interés por el turismo de naturaleza.

La empresa pone énfasis en brindar una buena conectividad aérea y un excelente servicio. Estos factores sumados a la biodiversidad que posee el país, convierte al Ecuador en un atractivo turístico a nivel mundial, lo que determina una alta demanda de los paquetes turísticos ofertados por Metropolitan Touring.

3.1. Análisis de estados financieros

En lo que corresponde al nivel de activos de ETICA, se determina que éstos no mantienen una tendencia ya que sus valores se incrementan y disminuyen en relación al comportamiento del negocio.

Los activos totales de la empresa pasaron de US\$38,52 millones en diciembre del 2007 a US\$41,20 millones en diciembre del 2011. Al 31 de diciembre del 2011, el 60,74% de los activos se encuentran financiados por el pasivo y el 39,26% por el patrimonio.

En el caso de los pasivos totales a finales de diciembre del 2011, éstos alcanzaron una suma de US\$25,03 millones, en el cual el 42,46% se encuentra a corto plazo y el 57,54% a largo plazo.

El patrimonio de la empresa al 31 de diciembre del 2011 se ubica en US\$15,38 millones, inferior en un 6,56% en comparación con el 2010 a causa de las pérdidas registradas en el 2011.

Es importante mencionar que el patrimonio es un respaldo que da la empresa a sus operaciones. (Metropolitan Touring, 2012)

3.1.1. Estructura de los activos

Los activos totales de la compañía al 31 de diciembre del 2011, descendieron a US\$41,20 millones, estos estuvieron conformados en un 16,02% por activos corrientes (US\$6,6 millones) y 83,928% por activos no corrientes (US\$34,60 millones).

Tabla No. 5 Detalle de los activos de Metropolitan Touring durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011

Activos Totales (miles de US\$)					
Detalle	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Activo Corriente	11.598	11.531	9.487	5.443	6.600
Activo No Corriente	26.922	27.757	28.640	37.101	34.601
Total Activos	38.520	39.288	38.127	42.544	41.201

Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

La estructura del activo corriente demuestra que estuvo compuesto principalmente por otros activos con el 30,33% (US\$2.0 millones) y con el 22,27% (US\$1.4 millones) por cuentas por cobrar.

Gráfico No. 16. Estructura del activo corriente al 31/12/2011



Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

Gráfico No. 17. Estructura del activo no corriente al 31/12/2011



Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

La estructura del activo no corriente demuestra que estuvo compuesto principalmente por otras inversiones en acciones con el 39,31% (US\$16.20 millones) y con el 31,13% (US\$12.83 millones) por el activo fijo neto.

3.1.2. Estructura del pasivo y patrimonio

Al 31 de diciembre del 2011, los pasivos totales de la empresa fueron de US\$ 25,02 millones, los cuales estuvieron conformados en 42,45% por pasivos corrientes y 57,54% por pasivos no corrientes.

Tabla No. 6. Detalle de los pasivos de Metropolitan Touring durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011

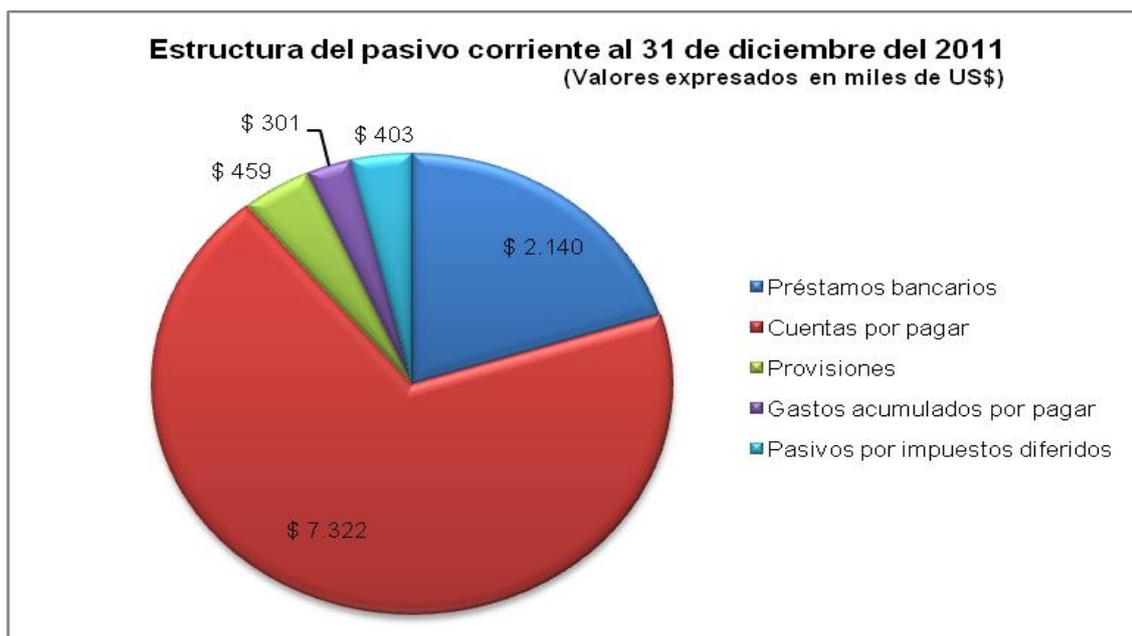
Pasivos Totales (miles de US\$)					
Detalle	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Pasivo Corriente	14.647	13.788	8.698	10.069	10.625
Pasivo No Corriente	9.125	10.303	13.531	14.541	14.400
Total Pasivos	23.772	24.091	22.229	24.610	25.025

Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

La estructura del pasivo corriente está conformada en su mayoría por cuentas por pagar comerciales con un 68,91% y por préstamos bancarios con un 20,14%.

Gráfico No. 18. Estructura del pasivo no corriente al 31/12/2011



Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

La estructura del pasivo no corriente está conformada en su mayoría por préstamos bancarios a largo plazo con un 68,47% y por la provisión para jubilación patronal con un 18,97%.

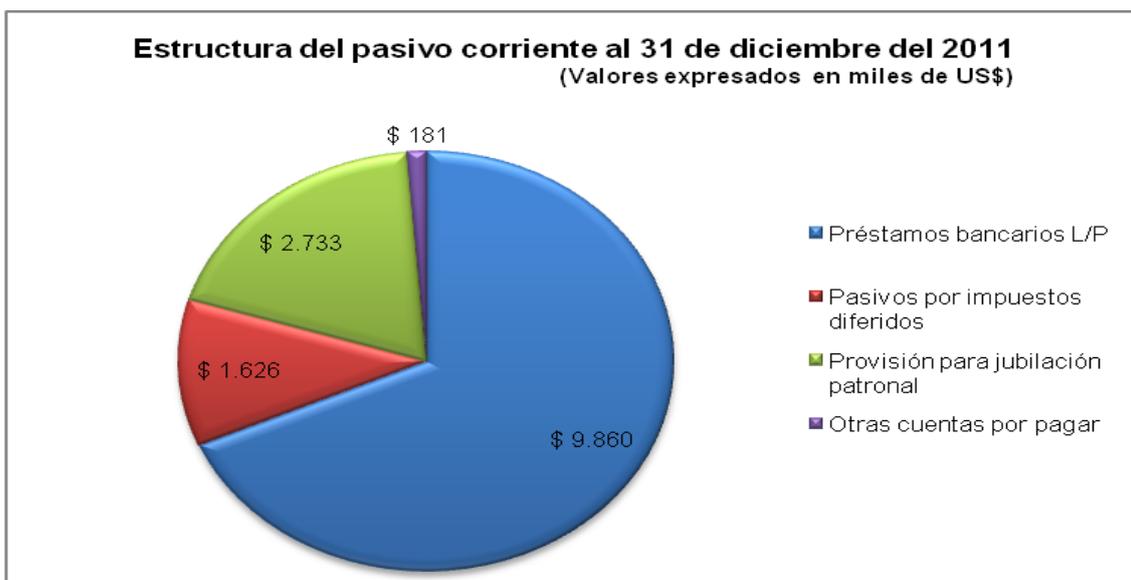


Gráfico No. 19. Estructura del pasivo corriente al 31/12/2011

Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

La deuda financiera actualmente representa el 47.95% de los pasivos totales de la empresa.

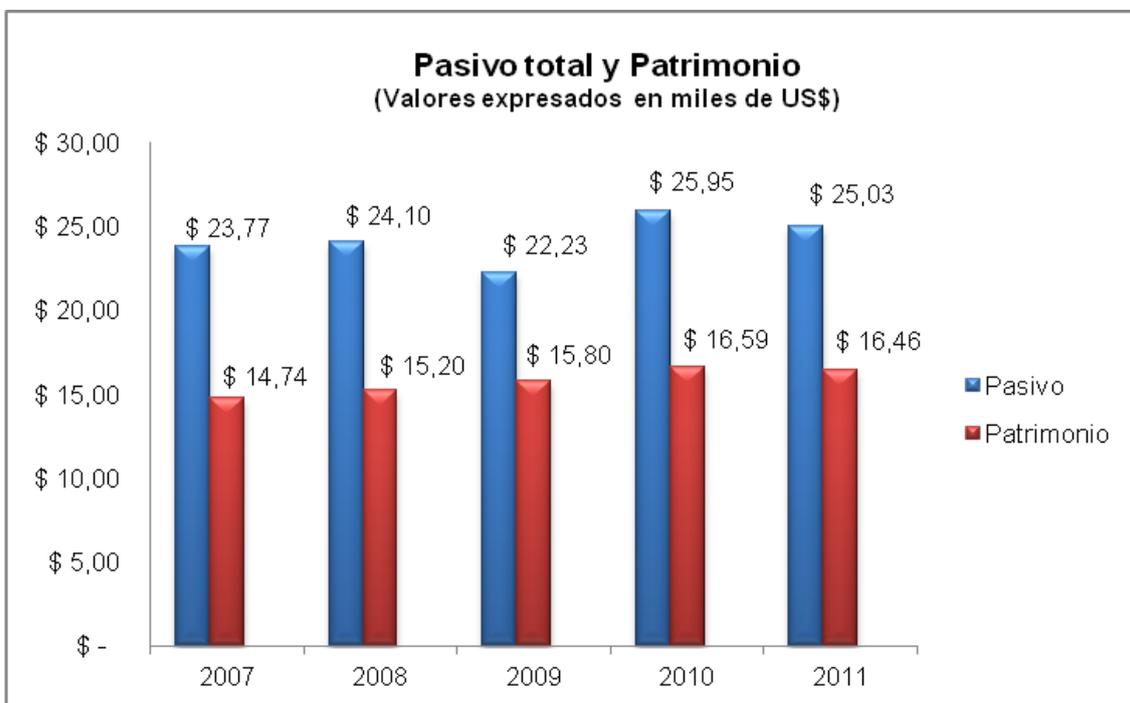
Las cuentas por pagar a proveedores constituyen un rubro importante en los pasivos, es por ello que ETICA., cuenta con proveedores locales de servicios complementarios de alimentación, transporte y hotelería que cumplen con altos y rigurosos estándares que son exigidos por Metropolitan Touring, los cuales son monitoreados y apoyados para su mejoramiento continuo.

Uno de los factores para el éxito de la empresa ha radicado en la correcta selección de proveedores. Los principales grupos o tipos de proveedores que la compañía mantiene al 31 de abril de 2012 son:

- Proveedores de turismo receptivo relacionado con el giro del negocio como guías, hoteles, transportes, etc.
- Proveedores de productos perecibles (víveres y bebidas).

- Proveedores de bienes y servicios, los cuales generan un gasto administrativo.

Gráfico No. 20. Evolución del pasivo y patrimonio de Metropolitan Touring durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011



Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

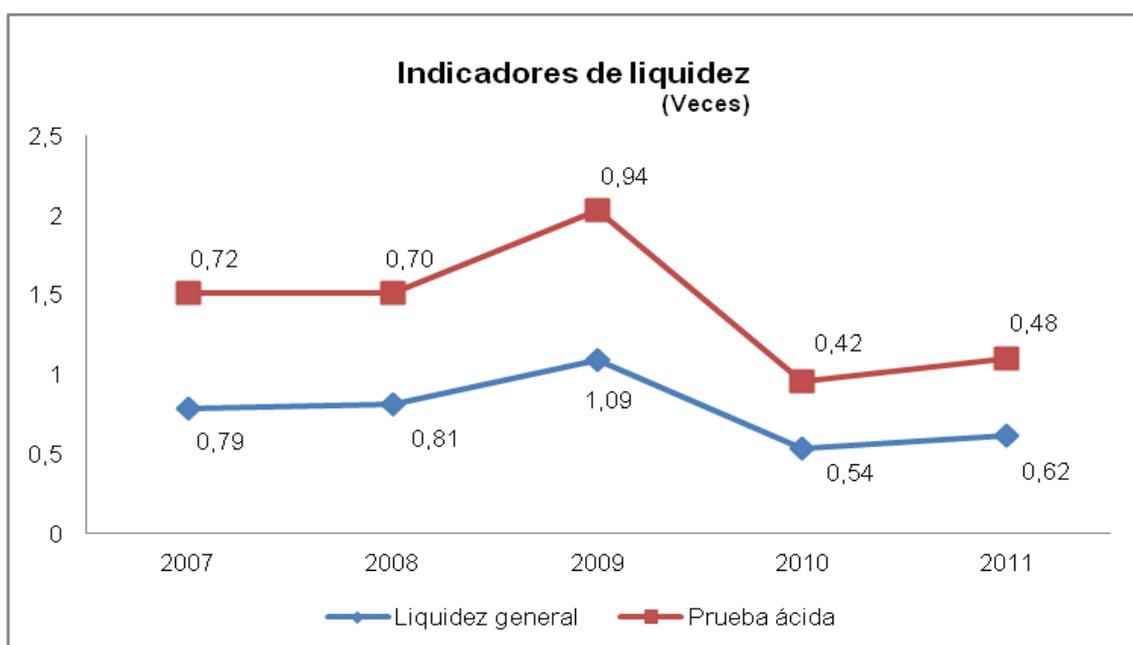
El patrimonio para el 31 de diciembre del 2011 registró un valor de 16,46 millones, monto inferior con respecto al registrado en diciembre del 2010 (US\$ 16,60 millones). Este comportamiento se debe a las pérdidas registradas durante los últimos periodos. (Metropolitan Touring, 2012).

3.1.3. Liquidez y solvencia

Los indicadores de liquidez de la empresa muestran un comportamiento que marcan una tendencia variable durante el período de análisis. En este sentido, el indicador de liquidez general pasó de 0,79 veces en el 2007 a 1,09 veces para el año 2009, y decreció para el 2011 a 0,62 veces debido al crecimiento en mayor proporción del activo no corriente en relación al activo corriente.

La prueba ácida por su parte presenta una tendencia similar, pasando de 0,72 veces en diciembre del 2007 a 0,94 veces en el 2009, y a 0,48 veces a diciembre del 2011. Por lo mencionado, se puede considerar que los indicadores muestran un comportamiento ajustado para el giro del negocio.

Gráfico No. 21. Evolución de los indicadores de liquidez durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011



Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

En lo referente a la solvencia, el nivel de apalancamiento de la empresa (Pasivo Total/Patrimonio) presentó una tendencia creciente, registrando 1,61 veces en el 2007 a 1,40 veces en el 2009, y 1,55 veces al cierre del 2011.

El incremento del índice se debe principalmente al endeudamiento que la empresa ha incurrido para manejar su giro del negocio.

3.2. Ingresos

ETICA mantiene como su mercado objetivo a un segmento exclusivo, orientado principalmente a captar clientes extranjeros con altos ingresos y buena

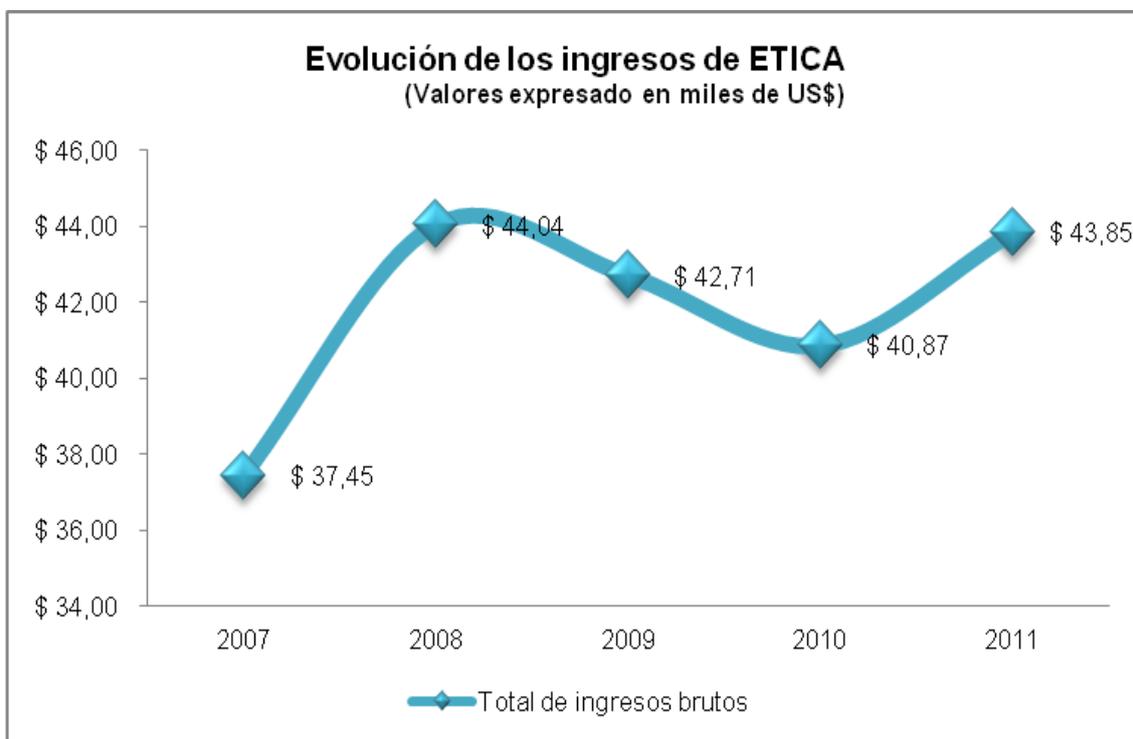
capacidad adquisitiva. La oferta de productos de la empresa se destina a clientes con interés por el turismo de naturaleza. La diferenciación de la marca radica en la buena conectividad aérea y excelente servicio, lo cual le brinda un excelente valor agregado a sus productos. Si a esto se suma la biodiversidad que posee el país, convierte al Ecuador en un atractivo destino turístico a nivel mundial, lo que determina una alta demanda de los paquetes turísticos ofertados.

El nivel de ingresos de la compañía ha registrado un comportamiento versátil, es así que en diciembre del 2007 registró ingresos por US\$37,45 millones debido en gran medida a las estrategias de mercadeo, la gestión de la empresa y la ampliación de sus actividades, gracias a la construcción del busque denominado La Pinta.

Para el año 2009 los ingresos alcanzaron US\$42,71 millones, cifra que a pesar de la crisis económica atravesada en dicho año, decreció apenas en un 3,03% con respecto al cierre del 2008. Con esto se evidencia que la empresa redujo el impacto en sus ingresos en el 2009, y para el año 2010 continuó la tendencia decreciente de los ingresos, siendo estos de US\$40,87 millones, un 4,30% menos que en el 2009, como consecuencia de que uno de sus barcos, "La Pinta", sufrió un incidente que le obligó a parar su operación por 15 días. Esto repercutió sobre los ingresos que dicha embarcación genera y los costos de reprogramación de los tours.

Otro de los factores que afectaron el comportamiento de los ingresos fue que la crisis económica del año 2009, se sintió realmente en el año 2010, pues en el mercado turístico en el cual se desenvuelve la empresa, las ventas se manejan en gran parte de forma anticipada. Sin embargo, la empresa mediante sus estrategias pudo recuperar sus ingresos a diciembre del 2011, los cuales se ubicaron en US\$43,85 millones, superiores en un 7.28% en relación a diciembre del 2010.

Gráfico No. 22. Evolución de los ingresos de Metropolitan Touring durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011



Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

ETICA registra sus ingresos por la venta de sus diferentes productos en dos rubros que son, principalmente los ingresos por cruceros y los ingresos por servicios. Adicionalmente, también registra el rubro de ingresos por concepto de comisiones.

- Ingresos por cruceros: Estos ingresos se refieren a los generados por la venta de paquetes turísticos en cruceros de las Islas Galápagos realizados principalmente en las embarcaciones de la compañía.
- Ingresos por servicios: Los ingresos por servicios son los que la empresa genera en la prestación de servicios de Land Tours y Chiva Express en las cuales la compañía es la operadora.
- Ingresos por comisiones: Los ingresos por comisiones se refieren a las comisiones generadas por la venta de boletos aéreos y de paquetes del Hotel Finch Bay.

- Al 31 de diciembre del 2011, en la composición de los ingresos destaca la venta de Cruceros y Land abarcando el 89,09%, el 9,01% se dividen en ingresos por servicios y el 1,90% restantes en las comisiones.

Gráfico No. 23. Ingresos por producto al 31/12/2011

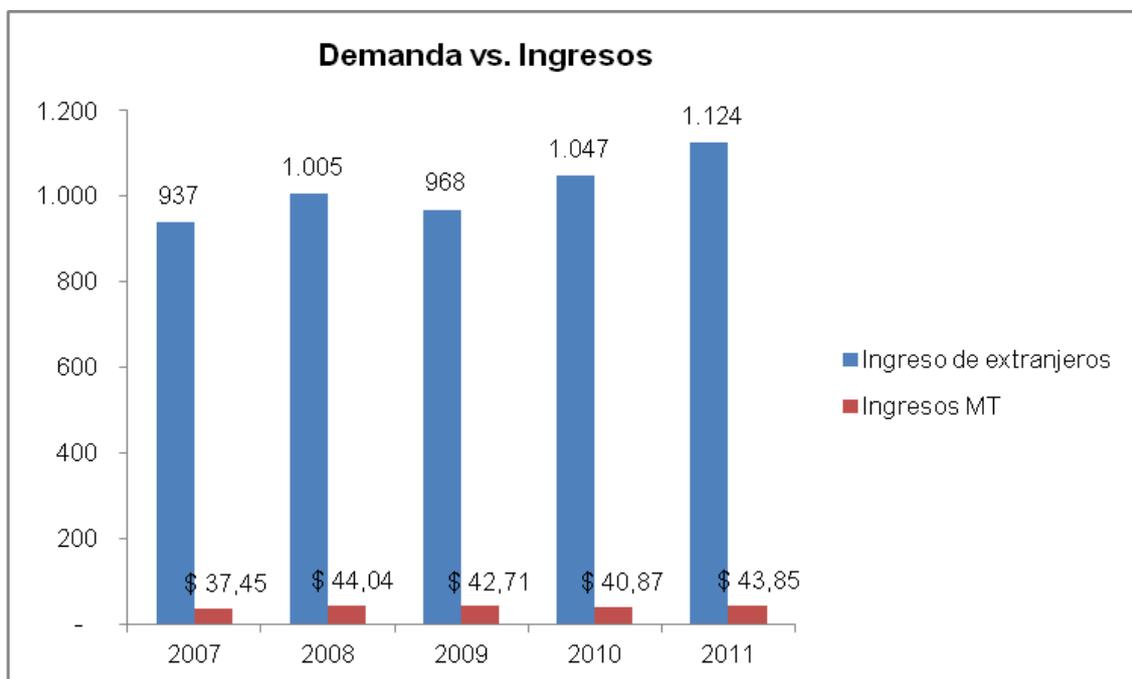


Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

Como se mencionó anteriormente, el ingreso de extranjeros al país ha ido aumentando en los últimos años, y aunque no en proporciones significativas, los ingresos de Metropolitan Touring también lo han hecho, lo que demuestra que existe una relación entre la demanda de turismo del Ecuador y los ingresos percibidos por este concepto

Gráfico No. 24. Ingresos de extranjeros vs. Ingresos de Metropolitan Touring durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011



Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

3.3. Costos y gastos

Los costos de ventas de Metropolitan Touring durante el periodo analizado (2007–2011) mantienen una tendencia variable. Es así que se registraron costos de US\$26,22 millones en el 2007 a US\$16,99 millones en el 2011, dependiendo del volumen de sus ingresos y las estrategias realizadas por la empresa; entre las que se destacan dar mayor participación a las ventas por internet reemplazando las ventas tradicionales de los cruceros a Galápagos, e incrementar la oferta de productos en tierra puesto que en ellos no hay limitación de cupos y el volumen puede crecer con promociones.

Los costos en promedio representan el 62,68% de los ingresos durante el periodo analizado (2007-2011). Como consecuencia de estos resultados, la empresa arrojó una utilidad bruta de US\$11,22 millones y tras un

comportamiento variable la utilidad bruta al 2011 se ubica en US\$26,85 millones.

Los gastos operativos de la empresa, han demostrado una tendencia creciente a lo largo de los períodos analizados, es así que pasa de US\$8,09 millones en diciembre del 2007 a US\$22,35 millones en diciembre del 2011, producto del incremento en sus gastos administrativos y de ventas.

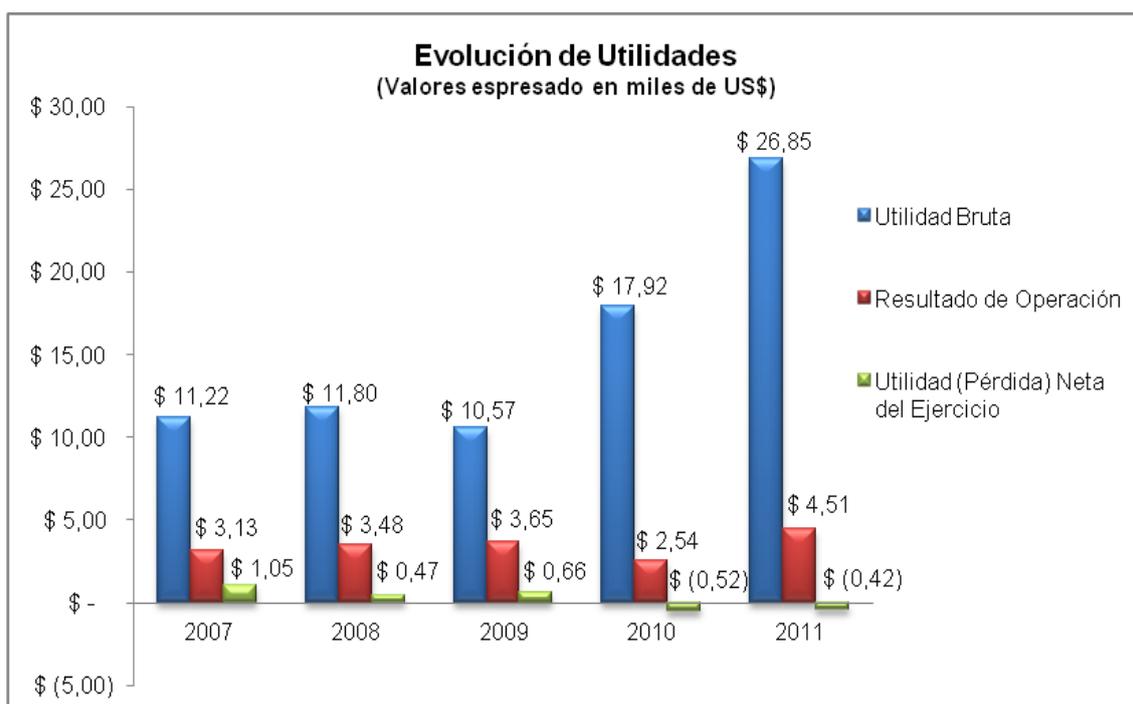
A consecuencia de esto ETICA arrojó una utilidad operativa al 31 de diciembre del 2011 de US\$4,50 millones.

Los gastos financieros por su parte presentan una tendencia variable durante el período analizado. Es así que en el 2007 registró un monto de US\$0,83 millones, mientras que para el cierre del 2008, éstos alcanzaron una suma de US\$1,32 millones, producto de un mayor endeudamiento a corto plazo de la empresa. Sin embargo para diciembre del 2009 y 2010 estos descendieron, arrojando una suma de US\$1,09 millones, y US\$1,06 millones respectivamente. Para diciembre 2011, la empresa incrementó los gastos financieros en 12,02% en relación a diciembre del 2010, a causa del incremento de su financiamiento, con lo cual genera una pérdida neta de US\$0,42 millones.

Los gastos financieros por su parte han presentado una tendencia variable. En el 2006 se registró un monto de US\$0.11 millones, y para el cierre del 2008 alcanzaron la suma de US\$1.32 millones, como producto de un mayor endeudamiento a corto plazo. Para diciembre del 2009 y 2010 estos gastos descendieron, con una suma de US\$1.09 millones y US\$1.06 millones respectivamente, como consecuencia de lo mencionado, la empresa registró al cierre del 2009 una utilidad neta de US\$0.66 millones, cifra superior en 40.81%, con respecto a la registrada al cierre del 2008. Sin embargo, para diciembre del 2010 la empresa tuvo una pérdida de US\$0.52 millones como consecuencia de varios factores, como lo fue el accidente de una de sus embarcaciones en octubre de mencionado año.

A octubre del 2011, los gastos financieros ascendieron a US\$1.05 millones, esta tendencia decreciente que se presenta desde el 2010 se ha dado debido al pago de los intereses de la emisión de obligaciones, cuya tasa ha ido disminuyendo trimestralmente. (Pacific Credit Rating, 2011).

Gráfico No. 25. Evolución de las utilidades de Metropolitan Touring durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011



Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

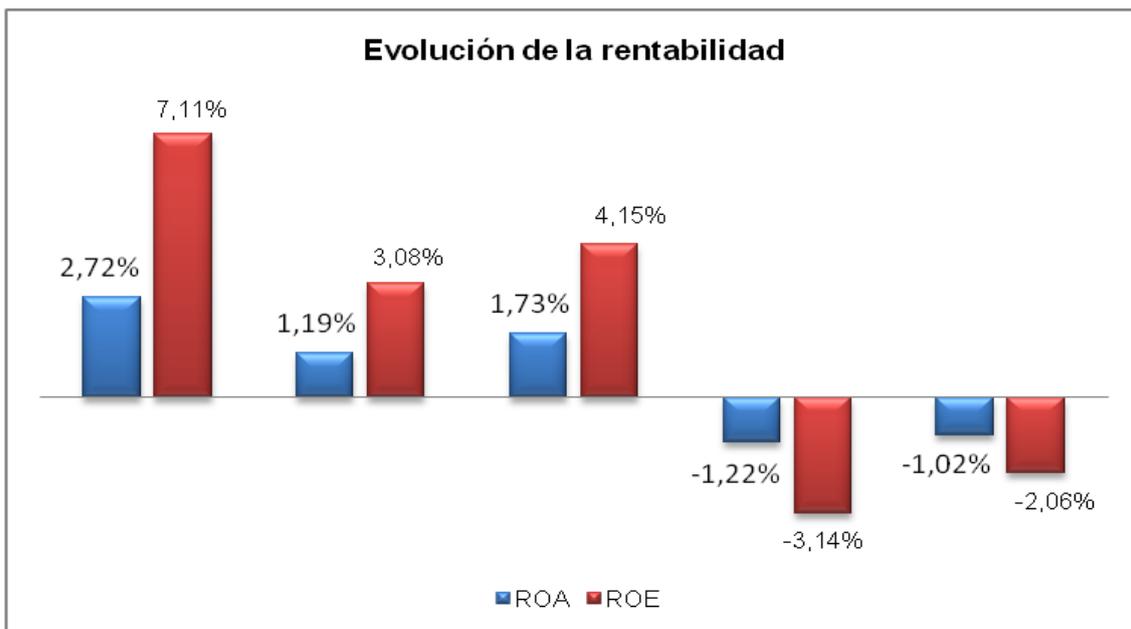
3.4. Rentabilidad y cobertura

Los indicadores de rentabilidad históricamente han presentado un comportamiento decreciente, es así que se puede observar que el indicador de rentabilidad sobre activos (ROA acumulado), presenta una tendencia a la baja, pasando de 2,72% en el 2007 a menos 1,02% en el 2011, debido al decremento presentado en las utilidades de la empresa.

Por su parte el indicador de rentabilidad sobre el patrimonio ROE presenta una tendencia similar mostrada por el ROA, el mismo que en el año 2007 fue de

7,11% y a diciembre del 2011 de menos 2,06%. Este comportamiento al igual que el ROA se debe a la disminución de sus utilidades y las pérdidas registradas durante los últimos periodos.

Gráfico No. 26. Evolución de la rentabilidad de Metropolitan Touring durante el período comprendido entre los años 2007 y 2011



Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

Mientras tanto, la generación de EBITDA (acumulado) muestra una tendencia creciente desde el año 2007 al 2009, pasando de US\$5,19 millones a US\$6,58 millones respectivamente, para luego disminuir en diciembre del 2011 a US\$6,55 millones, producto de la menor generación de ingresos, e incremento en sus gastos operativos en dicho período.

El ratio de cobertura (EBITDA/Gastos financieros 12 meses), ha presentado una tendencia variable, determinando que para el cierre del 2007, registró 6,25 veces, disminuyendo para diciembre del 2008 a 4,70 veces, e incrementándose al cierre del 2009 a 6,06 veces. Este indicador decrece a diciembre del 2011 a 5,53 veces, pero a pesar de dichas disminuciones la empresa ha presentado

adecuados indicadores que le permiten cubrir sus gastos financieros con recursos propios.

Una de las necesidades de Metropolitan Touring era la de buscar alternativas que le permitan reducir sus costos en vista de que la tendencia en los ingresos es decreciente, y que su margen de rentabilidad también ha ido disminuyendo desde el 2006; en el 2010 la empresa optó por cubrir la deuda que mantenía con las diferentes instituciones bancarias con el fin de mejorar su flujo y reducir sus gastos financieros, buscando una alternativa de financiamiento a un mayor plazo y con una tasa de interés menor, es por esa razón que en marzo de mencionado año optó por entrar al mercado de valores y realizar su primera emisión de obligaciones. (Metropolitan Touring, 2012).

3.5. Datos de la emisión de obligaciones

En concordancia con lo establecido en el Art.160 de la Ley de Mercado de Valores, podrán emitir obligaciones las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador y los organismos seccionales

Los emisores que hubieren obtenido la correspondiente autorización de oferta pública, podrán negociar las obligaciones emitidas en los mercados bursátil y/o extrabursátil, a través de una casa de valores.

Las compañías emisoras podrán emitir papel comercial hasta por un monto equivalente al 80% del total de sus activos libres de todo gravamen. (Ley de Mercado de Valores, 2006).

La emisión de obligaciones de la compañía ETICA, Empresa Turística Internacional por la suma de US\$9 millones de dólares fue aprobada mediante la Resolución No. SC-IMV-DJMV-DAYR-G-10-001432 emitida por la

Superintendencia de Compañías con fecha 4 de marzo del año 2010, y fue estructurada en los siguientes términos:

Emisor: ETICA, Empresa Turística Internacional C.A.

Monto: US\$9 millones de dólares, en dos tramos de US\$3 millones de dólares el primer tramo y US\$6 millones de dólares el segundo tramo.

El primer tramo está representado por la Serie A1 y el segundo tramo por las Series A2 y A3.

Garantía: General en los términos de la ley de mercado de valores.

Plazo de los títulos a emitirse: Primer tramo Serie A1 a 1440 días.

Segundo tramo Serie A2 y A3 a 3600 días contados desde la fecha de emisión de cada tramo.

Valor nominal de cada título: Serie A1: US\$10,000.00

Serie A2: US\$20,000.00

Serie A3: US\$40,000.00

Tasa de interés: Será la tasa pasiva referencial publicada por el Banco Central del Ecuador más 2 puntos porcentuales anuales.

Pago de intereses: Serán pagados cada 90 días desde la fecha de emisión de las obligaciones en todas las series.

Pago de capital: El capital será pagado en la Serie A1 en 16 partes cada 90 días a partir de la fecha de emisión de los títulos. En las series A2 y A3 el capital se pagará en 32 partes cada 90 días a partir del día 810 contado desde la fecha de emisión.

Sistema de colocación: La colocación de las obligaciones se realizó mediante oferta pública dentro de cualquiera de las bolsas de valores mediante cualquiera de los sistemas como son: rueda a viva voz, rueda electrónica y sistema de subasta pública.

Convenants financieros: La Junta General de Accionistas decidió que, como resguardo a la emisión, la compañía mantendrá un índice máximo de apalancamiento (Pasivo Total / Patrimonio) de 2:1, mientras se encuentre en circulación la emisión, los mismos que se reducirán proporcionalmente al capital amortizado de la emisión.

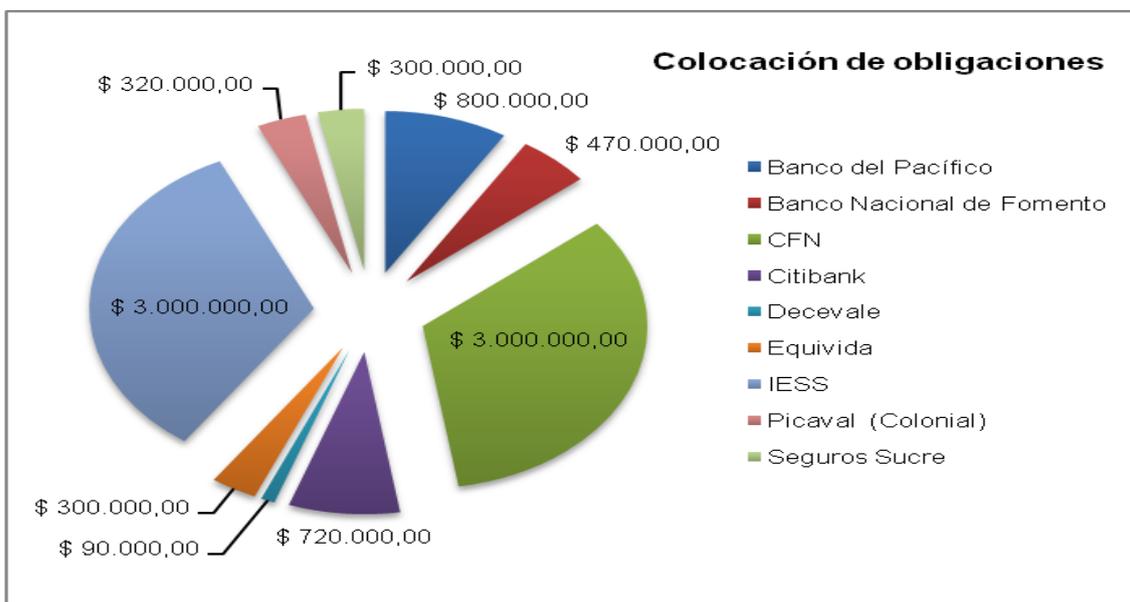
La compañía adicionalmente mantendrá la relación de activos libres de gravamen sobre el monto nominal de la emisión en circulación de al menos el 1.25 según los términos de la ley del mercado de valores.

Resguardos: Según lo establecen las resoluciones del Consejo Nacional de Valores, mientras se encuentren en circulación las obligaciones, el emisor debe mantener los siguientes resguardos, obligándose a:

- Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento de su objeto social o finalidad de sus actividades, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación

Colocación: En lo referente a la venta de los títulos de la emisión, con fecha 30 de marzo del año 2010 se colocó el 100% de los mismos en el mercado y fueron vendidos en su totalidad. Los títulos de la Serie A1 se distribuyeron entre un total de 7 inversionistas, los títulos de la Serie A2 los compraron 3 inversionistas, algunos de los cuales ya compraron títulos de la serie A1, y la Serie A3 fue comprada en su totalidad por un solo inversionista. (Pacific Credit Rating, 2010).

Gráfico No. 27. Colocación de las obligaciones emitidas por Metropolitan Touring en marzo del 2010



Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

3.6. Impacto de la emisión de obligaciones

Para poder entender de mejor manera el impacto de la emisión de obligaciones dentro del flujo de ETICA, se revisó la tabla de amortización tanto de obligaciones bancarias como la tabla de amortización de la emisión de obligaciones.

La tabla de amortización de las obligaciones bancarias mantenía una duración hasta el año 2019, y al terminar el plazo de la deuda se cancelaba la totalidad de US\$12,728,790.53.

Al realizar el financiamiento a través de una entidad financiera, la empresa debía pagar tanto capital como interés mensualmente, lo cual afectaba al flujo de manera mensual, y esto representaba un stress de pagos en forma permanente.

Tabla No. 7 Flujo de Metropolitan Touring para el pago de obligaciones bancarias

Flujo para pago de obligaciones bancarias			
Año	Interés	Capital	Total
2010	\$ 690,909.68	\$ 469,260.52	\$ 1,160,170.20
2011	\$ 760,700.96	\$ 1,226,443.98	\$ 1,987,144.94
2012	\$ 633,740.48	\$ 1,312,966.35	\$ 1,946,706.83
2013	\$ 445,946.76	\$ 1,285,548.07	\$ 1,731,494.83
2014	\$ 388,586.24	\$ 1,236,785.54	\$ 1,625,371.78
2015	\$ 296,582.52	\$ 852,409.29	\$ 1,148,991.81
2016	\$ 289,546.46	\$ 760,758.53	\$ 1,050,304.99
2017	\$ 153,801.53	\$ 833,458.03	\$ 987,259.56
2018	\$ 62,354.23	\$ 760,362.07	\$ 822,716.30
2019	\$ 6,621.67	\$ 262,007.62	\$ 268,629.29
	\$ 3,728,790.53	\$ 9,000,000.00	\$ 12,728,790.53

Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

En cambio, el plazo de la emisión de obligaciones para la cancelación total de la deuda es hasta el año 2020, y al término de la misma se cancelará la totalidad de US\$11,723,521.88.

Al utilizar este modelo de financiamiento, los pagos de interés y capital se realizan de forma trimestral, lo que permitió darle oxigenación al flujo de la empresa, con lo cual puede invertir en nuevos proyectos que vayan en búsqueda de la expansión y posicionamiento de la marca.

Tabla No. 8. Flujo de Metropolitan Touring para el pago de emisión de obligaciones

Flujo para pago de emisión de obligaciones			
Año	Interés	Capital	Total
2010	\$ 430,340.63	\$ 562,500.00	\$ 992,840.63
2011	\$ 512,212.50	\$ 750,000.00	\$ 1,262,212.50
2012	\$ 456,281.25	\$ 1,312,500.00	\$ 1,768,781.25
2013	\$ 365,025.00	\$ 1,500,000.00	\$ 1,865,025.00
2014	\$ 279,656.25	\$ 937,500.00	\$ 1,217,156.25
2015	\$ 229,612.50	\$ 750,000.00	\$ 979,612.50
2016	\$ 182,512.50	\$ 750,000.00	\$ 932,512.50
2017	\$ 135,412.50	\$ 750,000.00	\$ 885,412.50
2018	\$ 88,312.50	\$ 750,000.00	\$ 838,312.50
2019	\$ 41,212.50	\$ 750,000.00	\$ 791,212.50
2020	\$ 2,943.75	\$ 187,500.00	\$ 190,443.75
	\$ 2,723,521.88	\$ 9,000,000.00	\$ 11,723,521.88

Fuente: Metropolitan Touring

Elaborado por: La Autora

La emisión de obligaciones que realizó Metropolitan Touring no solo pretendía que se cambie de deudor, pues se pasó de deberle a la banca ecuatoriana a deberle al mercado ecuatoriano y puntualmente a las distintas instituciones que compraron los papeles; sino que también pretendía darle a la empresa una estructura financiera adecuada, primero evitando mantener las sobre garantías que tenían con los distintos bancos, que hasta antes de la emisión de obligaciones eran del 280% sobre el total de créditos que les había entregado la banca; y por otro lado, dando un salto cuántico en el mecanismo de financiamiento que tendrán en los próximos años para enfrentar la expansión y crecimiento que se ha propuesto.

Para conocer cuál de las dos obligaciones resultaba más costosa para Metropolitan Touring, es necesario analizar dos conceptos financieros de gran importancia: Valor presente y Tasa interna de retorno (TIR).

El valor presente es el valor de la inversión hoy, es decir, es el valor actual de los flujos de efectivo futuros descontados a la tasa de descuento apropiada.

Para poder realizar una comparación adecuada se utilizó la misma tasa de descuento del 6.87% tanto para las obligaciones bancarias como para la emisión de obligaciones.

En el caso de las obligaciones bancarias el valor presente fue de US\$6,999.787.49; y en el caso de la emisión de obligaciones el valor presente fue de US\$6,032,537.14. En términos de valor presente, la emisión de obligaciones tiene un menor costo que las obligaciones bancarias.

En cambio, la tasa interna de retorno TIR, determina cual es la rentabilidad de un proyecto en el cual se realiza una inversión.

En el caso de las obligaciones bancarias, se obtuvo una TIR de 41.43%, y en el caso de la emisión de obligaciones la TIR fue de 30.26%, es decir, la tasa de rendimiento de la emisión de obligaciones es menos costosa que la tasa de las obligaciones bancarias.

CAPÍTULO IV

4. CONCLUSIONES

- a) Tras el análisis de las diferentes fuentes de información, se concluye que el turismo en el Ecuador es una de las industrias que posee una gran importancia para el desarrollo del país, esto se demuestra mediante el crecimiento que se ha tenido en los últimos años en el ingreso de turistas extranjeros al país, y la generación de divisas por parte de éstos.
- b) Es necesario que en el Ecuador se preste una mayor atención a esta industria, aprovechando la variedad de ecosistemas con el que país cuenta, y promoviendo en el exterior los beneficios de visitar un país como el nuestro; pero para poder promover de mejor manera al Ecuador, las empresas de turismo deben realizar grandes esfuerzos por ampliar su oferta, para lo cual requieren de financiamiento que les permita invertir en la adquisición de bienes como un hotel, un barco o un restaurante, o simplemente mejorar las instalaciones o bienes que ya poseen, con el fin de atraer más clientes del exterior que estén dispuestos a gastar y generar ingresos para la economía ecuatoriana.
- c) Al entrar en una época que es cada vez más competitiva, es necesario ir en la búsqueda de nuevos mecanismos de financiamiento que incentiven el desarrollo de las empresas e impulsen la producción nacional. Son estas decisiones de inversión y financiamiento que han llevado al país a explorar diferentes alternativas de financiamiento utilizadas en otros países como lo es la emisión de obligaciones.
- d) La emisión de obligaciones efectuada por Metropolitan Touring sí fue beneficiosa para la compañía porque obtuvo un flujo de dinero con una tasa de interés menor, aumentó el plazo de la deuda y como consecuencia redujo sus costos de financiamiento.
- e) La reducción de los costos se demuestra en los valores obtenidos a partir del cálculo del valor actual y de la TIR. Para la emisión de obligaciones

estos valores fueron inferiores que los valores que se obtuvieron para las obligaciones bancarias.

- f)** Metropolitan Touring presentó una oxigenación en su flujo de caja debido a que consiguió una mayor liquidez; esto como producto de las cuotas de capital e interés que fueron pagadas de forma trimestral, y no mensual.
- g)** Se acepta parcialmente la hipótesis, ya que únicamente las operadoras de turismo del Ecuador que cumplan con los requisitos para ingresar al mercado de valores, se van a beneficiar al realizar una emisión de obligaciones,

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Libros:

- Ross, Westerfield, Jaffre (2009). “Finanzas Corporativas”. Octava edición. Mc Graw Hill. México D.F.

Artículos:

- Departamento Técnico de la Bolsa de Valores de Quito. (2012). Bolsa: Las ofertas públicas crecen 88%. Revista Ekos Negocios (216).94-101.

Documentos de Internet:

- Crece Negocios (2010 30 de abril). “Fuentes de financiamiento para una empresa”. Recuperado de: <http://www.crecenegocios.com>
- Superintendencia de Compañías del Ecuador (2006, 19 de mayo). “La emisión de obligaciones”. Folleto divulgativo No.12. Recuperado de: www.supercias.gov.ec
- Universidad Francisco Marroquín de Guatemala (2005, 17 de mayo). “Financiamiento a través de la colocación de una emisión de bonos en el mercado de valores guatemalteco”. Recuperado de: <http://www.tesis.ufm.edu.gt/pdf/2434.pdf>
- GestioPolis (2001, Junio): “Los bonos: una forma de financiación a largo plazo”. Recuperado de: <http://www.gestiopolis.com>
- Instituto Tecnológico Superior de Calkiní en el Estado de Campeche (2011): “Mercados Financieros”. Recuperado de: <https://www.itescam.edu.mx>

- Superintendencia de Compañías (2007, 31 de Enero): “Mercado Bursátil”
Recuperado de: <http://www.supercias.gov.ec>
- Revista Vistazo (2011, 22 de Septiembre): “La actividad bursátil retrocedió”.
Recuperado de: <http://www.vistazo.com>
- El Ergonomista (2004): “Mercados Financieros”. Recuperado de: <http://www.elergonomista.com/if08.html>
- Superintendencia de Compañías (2006, 29 de Mayo): “Ley de Mercado de Valores”. Recuperado de: <http://www.supercias.gov.ec>
- Formación e Información Financiera y Empresarial (2011): “Bonos y Obligaciones, Valoración de un Bono”. Recuperado de:
<http://usuarios.multimania.es>
- Asociación Nacional de Operadores de Turismo Receptivo del Ecuador (2011): “Operadores de turismo Ecuador socios de Optur”. Recuperado de:
<http://www.optur.org>
- CruceRogalapagos.com (2011): “Operadores Turísticos”. Recuperado de:
<http://www.cruceRogalapagos.com>
- Oficina Económica y Comercial de la Embajada de España en Quito, (2007, 05 de Marzo): “El turismo en Ecuador”. Recuperado de:
<http://www.icex.es/FicherosEstaticos/auto/0806>
- Escuela Superior Politécnica del Litoral (2002, 04 de Diciembre): “Emisión de Obligaciones: Una alternativa en el mercado de capitales ecuatoriano para el financiamiento de las empresas.” Recuperado de:
<http://www.dspace.espol.edu.ec/bitstream/123456789/330/1/581>

- Emprende Ecuador (2001, 01 de Abril): “¿Cómo conseguir financiamiento?”. Recuperado de: <http://www.emprendecuador.ec>
- Universidad de Medellín (2007, 17 de Julio): “Fuentes de financiación para la gran empresa Colombia, Ecuador y Venezuela”. Recuperado de: <http://cdigital.udem.edu.co/TESIS/CDROM23442006/02.Texto%20completo.pdf>
- Bolsa de Valores de Quito (2012, 03 de Enero): “Deuda corporativa, boletín mensual, diciembre 2011. Recuperado de: <http://www.bolsadequito.info>
- Universidad Politécnica Salesiana (2010, 15 de Abril): “El sistema financiero”. Recuperado de: <http://dspace.ups.edu.ec>
- Superintendencia de Compañías (2006, 08 de Septiembre): “Estudios de costos de emisión de obligaciones, papel comercial y procesos de titularización”. Recuperado de: <http://www.supercias.gov.ec>
- Fundación Ecuador Libre (2010, 15 de Agosto): “El mercado de valores ecuatoriano”. Recuperado de: <http://www.ecuadorlibre.com>
- Diario Hoy (2010, 10 de Junio): “Emisiones de obligaciones siguen al alza”. Recuperado de: <http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/emisiones-de-obligaciones-siguen-al-alza-412593.html>
- Pacific Credit Rating (2011, 07 de Febrero): “Informe sectorial. Ecuador: Sistema Bancario” Recuperado de: www.ratingspcr.com/archivos/publicaciones/SECTORIAL_ECUADOR_BANCOS_201012.pdf

- Banco Central del Ecuador (2011, 10 de Abril): “Estadísticas macroeconómicas” Recuperado de:
<http://www.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacro042011.pdf>
- Ministerio de Turismo del Ecuador (2010): “Boletín de estadísticas turísticas del Ecuador 2006 – 2010”. Recuperado de: <http://www.turismo.gob.ec>
- El Financiero Digital (2010, 24 de junio): “Solo una hora necesitó Metropolitan para colocar sus emisiones”. Recuperado de:
<http://www.elfinanciero.com>
- Revista Vistazo (2010, 29 de Abril): “Con vitrinas propias”. Recuperado de:
<http://www.vistazo.com/ea/dinero/?elmpresa=1024&id=3242>
- Diario El Telégrafo (2012, 30 de junio): “Mercado de valores movió \$ 3.000 millones en 2011” Recuperado de:
http://www.telegrafo.com.ec/index.php?option=com_zoo&task=item&item_id=44543&Itemid=11
- Bolsa de Valores de Quito (2012): “Informe de la administración 2011”. Recuperado de: <http://www.bolsadequito.info/inicio/publicaciones/bvq/>
- Banco Central del Ecuador (2012, julio): “Tasas de interés”. Recuperado de:
<http://www.bce.fin.ec/docs.php?path=documentos/Estadisticas/SectorMonFinn/TasasInteres/Indice.htm>
- Superintendencia de Compañías (2006, abril): “Estudios de costos de emisión de obligaciones, papel comercial y titularizaciones”. Recuperado de: <http://www.supercias.gov.ec>

- Ministerio de Coordinación de la Política Económica (2012): “Informe de desempeño de la economía ecuatoriana 2011” Recuperado de: <http://mcpe.gob.ec/MCPE2011/documentos/infodesempe/Informe%20de%20Desempeno%20Ano%202011.pdf>
- Superintendencia de Bancos y Seguros (2012): “Boletín anual año 2011” Recuperado de: <http://www.sbs.gob.ec>

Documentos proporcionados por Metropolitan Touring:

- ETICA, Empresa Turística Internacional C.A. (2012). “Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre del 2011”.
- ETICA, Empresa Turística Internacional C.A. (2012). “Informe de Calificación de Riesgo al 31 de diciembre del 2011”.
- ETICA, Empresa Turística Internacional C.A. (2012): “Flujo de caja proyectado”