Emisión de Obligaciones: "Una alternativa en el mercado de capitales ecuatoriano para el financiamiento de las empresas."

Natalia Figueroa Arguello[1], Janina Valencia Franco[2], Michael Chong Pineda[3]

[1] Economista con Mención en Gestión Empresarial 1.999

[2] Economista con Mención en Gestión Empresarial 1.999

[3] Director de Tesis, Ingeniero en Economía y Ciencias de la Comunicación, Universidad de Columbia en New York, 1.990. Maestría en Banca y Finanzas en Telecomunicaciones en la Universidad de New York, 1.995. Universidad. Profesor de ESPOL desde 1.998.

RESUMEN

El mercado de valores constituye un segmento del mercado de capitales y es el medio dentro del cual las compañías que demandan fondos transan con aquellas que los ofrecen a través de documentos o títulos valores. A través de la Bolsa de Valores es que las empresas pueden negociar sus títulos valores, lo cual constituye una excelente ventana para las empresas que en ella realizan transacciones, ya que difunde información acerca de ellas a importantes inversionistas tanto a nivel local como a nivel internacional. Entre los principales títulos valores que se negocian en el mercado de valores tenemos las obligaciones que son títulos de deuda que emite una empresa con la finalidad de captar recursos del público sin la participación de intermediarios financieros, para financiar sus actividades productivas.

En la encuesta realizada se obtuvo la siguiente información:

- Las principales razones que motivaron a las empresas a utilizar este mecanismo.
- Las ventajas de la emisión de obligaciones.
- Los resultados favorables que obtuvieron las empresas.
- Las dificultades que experimentaron ciertas empresas.

- Si existía suficiente información con respecto a la Emisión de Obligaciones.
- Que otros mecanismos utilizan las empresas para su financiamiento.

INTRODUCCIÓN

Actualmente el sector productivo se encuentra estancado, atravesando problemas de liquidez y poco motivado a realizar inversiones debido a la inestabilidad económica que existe en el país. Por ello, las empresas necesitan obtener recursos que le permitan enfrentar circunstancias como éstas y evitar la paralización de sus actividades productivas.

Para el sector empresarial es de suma importancia contar con diversas formas de financiamiento. Una de ellas la constituye la emisión de obligaciones, que es una más de las alternativas que para éste fin existen en el mercado. En nuestro país, la difusión de éste medio de financiamiento ha sido mínima y a esto se debe que muchos empresarios no recurren a el y utilizan otros que no van de acuerdo a sus intereses. Por ésta razón se presenta a la emisión de obligaciones como una alternativa válida en el financiamiento de las empresas. El estudio ayudará, entre otros aspectos, a dar a conocer en forma detallada y precisa en que consiste la emisión de obligaciones y los múltiples beneficios para las empresas.

CONTENIDO

Al tener las empresas un motivo por el cual necesitan financiarse mediante pasivos a largo plazo, se debe considerar los siguientes puntos:

1. Disminuir el costo general de capital tanto como sea posible.
2. Asegurar que el financiamiento con pasivo conducirá al apalancamiento financiero positivo y aumentará las utilidades por acción.

3. Confirmar que la estabilidad de las utilidades sea suficiente para cumplir con el pasivo, es decir para pagar intereses y amortizar el capital en el momento debido.

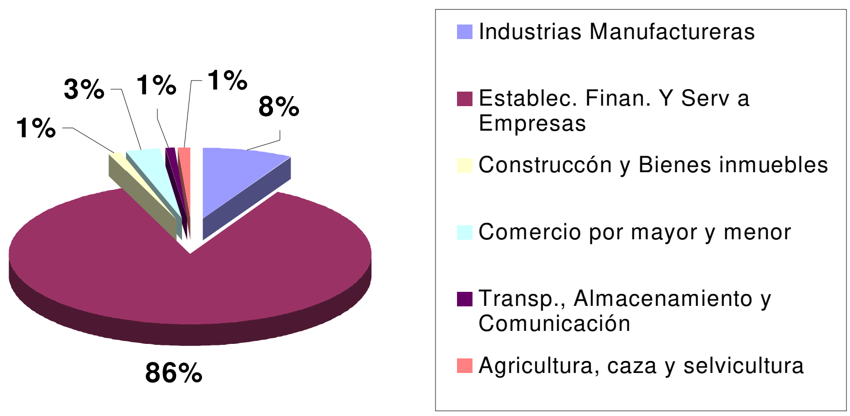
Además, tienen que existir las condiciones adecuadas para que el mecanismo que estas utilicen sea el que más convenga a los intereses de la empresa. Por lo tanto, es importante que se defina con anterioridad todo lo concerniente a las características de la emisión de obligaciones y se conozcan las condiciones que imperan en el mercado de capitales y las expectativas en cuanto a tasas de interés. También deben saber que los inversionistas están conscientes del riesgo y exigen altas tasas de interés a medida que disminuye la calidad de las obligaciones, la cual es establecida por las Calificadoras de Riesgo en beneficio de los inversionistas.

ESTUDIO EVALUATIVO DE LAS EMPRESAS QUE SE FINANCIARON MEDIANTE EMISIÓN DE OBLIGACIONES.

Para el presente estudio, se realizó una encuesta a 20 empresas privadas del sector financiero y no financiero de un total de 74, que emitieron obligaciones en el período de Enero de 1994 a Enero de 1998, con el fin de conocer los resultados que estas obtuvieron al financiarse mediante este mecanismo.

Gráfico 1

CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES POR SECTORES



FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil
ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

Del total de empresas que utilizan este mecanismo de financiamiento, corresponden a establecimientos financieros o que prestan servicios a empresas un 86%, luego se encuentra el sector manufacturero con un 8%, con un 3% las empresas que realizan comercio al por mayor y menor y los sectores restantes de la construcción; agricultura, caza, selvicultura y transporte con 1% respectivamente, como lo muestra el gráfico 1.

De los sectores mencionados anteriormente, el sector financiero es el que más ha utilizado este mecanismo de financiamiento, y esto se debe básicamente a que cuentan con un mayor acceso y conocimiento de los procesos de este tipo de títulos y en consecuencia es el que ha tenido los mayores montos de emisión como lo podemos ver en el cuadro 1. Además ellos consideran que al colocar las obligaciones en el mercado pueden bajar sus costos operativos sustituyendo la captación tradicional de las pólizas y evitando realizar, por estas captaciones, un depósito en el Banco Central (encaje bancario).

Cuadro 1

PARTICIPACIÓN POR SECTORES EN LOS MONTOS DE EMISIÓN

	MONTOS					
SECTOR	**millones de S/.**	**Particip.**	**doláres**	**Particip.**	**uvc´s**	**Particip.**
Industrias Manufactureras	128.400	5%	24.180.000	11%	-	
Establecimientos Financieros	2.164.500	89%	190.600.000	83%	8.252.000	94%
Construccón y Bienes inmuebles	19.550	1%	2.000.000	1%	-	
Comercio por mayor y menor	75.800	3%	7.620.000	3%	-	
Transporte, Almacenamiento	18.000.00	1%	2.000.000	1%	530.000	6%
Agricultura, caza y Selvicultura	14.250.00	1%	2.400.000	1%	-	
TOTAL	**2.420.500.00**	**100%**	**228.800.000**	**100%**	**8.782.000**	**100%**

FUENTE: Encuesta, Experiencia de empresas que emitieron obligaciones.
ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

Por su parte, el sector real prefiere utilizar los mecanismos tradicionales a través de la banca, en muchos casos por no divulgar información de sus empresas; o también se debe al escaso conocimiento de las alternativas que brinda el mercado de valores.

A partir de 1994, año en que se reglamentó por primera vez el mercado de valores ecuatoriano se han ido incrementando los montos de emisión de éstos títulos de deuda con excepción del año 97 en que los montos de emisión en sucres ha tenido un decrecimiento del 19% al igual que los montos de emisión en UVC´s que casi han desaparecido para este medio de financiamiento, como se observa en el cuadro 2.

Cuadro 2

MONTOS DE OBLIGACIONES EMITIDAS EN EL PERIODO ENE 94 – ENE 98

AÑOS	SUCRES (millones)	% crecim.	DOLARES	% crecim.*	UVC'S	% crecim.
1994	139.250		12’730.000		1’000.000	
1995	479.450	244%	26’250.000	106%	5’297.334	430%
1996	1’019.250	113%	68’750.000	162%	2’492.000	-53%
1997	820.500	-19%	129’370.000	88%	100.000	-96%
Total	**2’458.450**		**237’100.000**		**8’889.334**	

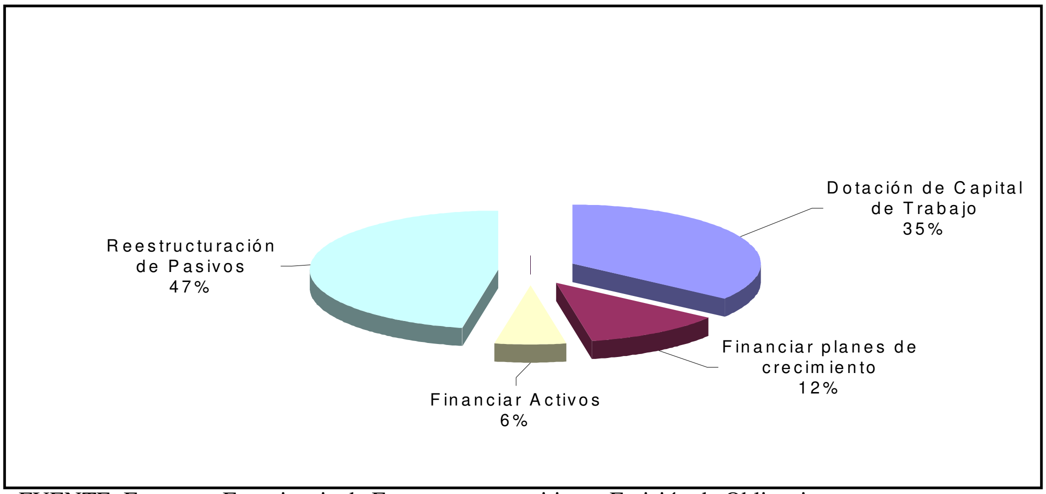
*% crecim.= Porcentaje de crecimiento
FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil
ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

Otros de los objetivos a tratar en ésta investigación, fue conocer la experiencia que tuvieron las empresas que emitieron obligaciones como medio de financiamiento.

Según la encuesta, se pudo conocer que las principales razones que condujeron a las empresas a obtener recursos a través de la emisión de obligaciones. El 47% de las empresas coincidieron en que el principal objetivo para utilizar la emisión de obligaciones, fue la reestructuración de pasivos. El 35% explicaron que el motivo fue la Dotación de capital de trabajo. El 12% de las empresas afirmaron que su utilización se debió a Financiar planes de crecimiento, mientras que el 6% declaró que fue debido al Financiamiento de activos, Ver gráfico 2.

Gráfico 2

RAZONES QUE DETERMINARON LA UTILIZACION DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES



FUENTE: Encuesta, Experiencia de Empresas que emitieron Emisión de Obligaciones.
ELABORACIÓN: Natalia Figueroa y Janina Valencia

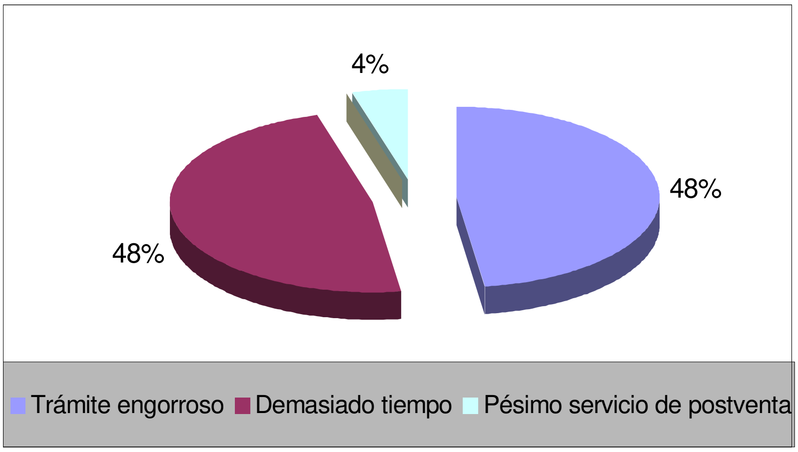
Evidentemente, uno de los aspectos a considerar por los empresarios que necesitan financiarse. Al financiarse mediante emisión de obligaciones, se tienen las siguientes ventajas:

- Costos financieros bajos.
- Se coloca total o parcial.
- Emitidas en distinta moneda.
- Amortizar capital y pagar intereses según convenga al emisor y lo permitan las condiciones del mercado.
- Mecanismo de captación directa de recursos frescos (Desintermediación financiera).
- Endeuda a la empresa a niveles bajo la tasa activa referencial.
- Puede ser revolvente y emitirse muchas veces en el futuro.

Así como existen ventajas al financiarse por este medio también existen dificultades que las empresas han experimentado en el proceso como son:, Ver gráfico 3.

Gráfico 3

DIFICULTADES EN EL PROCESO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES

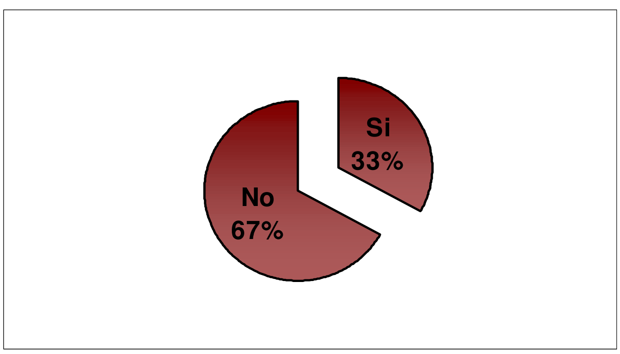


FUENTE: Encuesta, Experiencia de Empresas que emitieron obligaciones.
ELABORACIÓN: Natalia Figueroa y Janina Valencia

Un 67% de las empresas coincidió en que otro de los problemas, que podrían presentarse, sin duda lo constituyen la falta de información con que cuentan las empresas sobre este mecanismo de financiamiento, como lo muestra el gráfico 4, por lo que se debería ampliar el campo de acción en cuanto a información se refiere, para que así las empresas conozcan en detalle las ventajas de emitir obligaciones.

Gráfico 4

EXISTE SUFICIENTE INFORMACION EN EL MERCADO ACERCA DE LAS VENTAJAS DE LA EMISION DE OBLIGACIONES



FUENTE: Encuesta, Experiencia de Empresas que emitieron Obligaciones
ELABORACIÓN: Natalia Figueroa y Janina Valencia

CONCLUSIONES

El sector productivo desde siempre se ha constituido como uno de los sectores más importantes de la sociedad. Es por esto, que requiere de apoyo del Gobierno a través de incentivos y de una excelente administración de su equipo de trabajo, condiciones sin las cuales no podría proyectarse.

A más de esto, para cualquier empresa sea del sector al que pertenezca, necesita de fuentes de financiamiento que le permitan realizar sus actividades productivas.

La Emisión de Obligaciones, que lleva ya algunos años en el país, le ha permitido a varias empresas conseguir capitales frescos, sustituyendo así, a los medios tradicionales, entre los cuales se puede mencionar el crédito bancario, que sin duda sigue constituyéndose como uno de los principales medios de financiamiento para las empresas, a pesar los elevados costos que este le representa.

Con esto no se pretende disfrazar a las obligaciones, porque al fin y al cabo constituyen deuda, pero a lo largo del trabajo se han señalado las ventajas que ofrece y que tiene sobre otros medios, entonces es hora de que las empresas se interesen y conozcan este mecanismo, y porque no decirlo el resto de mecanismos que pueden utilizar y de esa forma puedan escoger el más conveniente a sus intereses.

Pero, al parecer las empresas están dormidas y no admiten nuevos retos que sin duda los pueden llevar por mejores caminos. La información esta dada, cuentan con un mercado que esta dispuesto a apoyarlos, es cuestión de interesarse y comprobar, con las experiencias de otras empresas que ya han utilizado este mecanismo o por sí mismos.

De las empresas que han emitido obligaciones, son pocas las que pertenecen al sector no financiero, entre tanto el sector financiero es quién más ha utilizado este mecanismo y esto se debe principalmente a que:

- Las empresas del sector financiero debido a su naturaleza, tienen información más accesibles a los mercados financieros y cuentan con especialistas en estos temas.
- La banca posee estructuras bien organizadas que le permiten cumplir con los requerimientos que implican la participación en el Mercado de Valores, con los cuales muchas empresas de otros sectores no cuentan.
- Les resulta un negocio ventajoso, ya que en el país la banca comercial y la de inversión son una sola, lo que le permite utilizar los recursos a un costo menor, en inversiones que le proporcionan altos rendimientos.

Por su parte, el sector real prefiere utilizar los mecanismos tradicionales a través de la banca, en muchos casos por:

- No divulgar información de sus empresas,
- Debido al escaso conocimiento de las alternativas que brinda el mercado de valores.

Por otra parte, existe una pérdida o pérdida potencial de incentivos hacia el financiamiento mediante la emisión de obligaciones, lo cual desestimula al inversionista a colocar sus ahorros en estos títulos ya que en cualquier momento existen cambios en la ley, como la creación de impuestos, lo que reduciría sus rendimientos y dificultaría la colocación en el mercado de estos títulos valores.

Además, el trámite para acceder a capital a través de las obligaciones es muy largo por lo cual muchas empresas no se financian por esta vía ya que en muchas ocasiones necesitan el capital inmediatamente. Por esto debe tomarse en cuenta reducir el trámite para estimular a las empresas.

Generalmente este medio financia a grandes empresas, pero sería bueno que se tomará 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, ya que existen condiciones que las empresas deben cumplir en lo que respecta a calificación de riesgo, patrimonio de la empresa, etc.

Con las condiciones económicas existentes en el Ecuador, no existe mecanismo de financiamiento alguno que sea adecuado, con el cual las empresas no sucumban ante la crisis, por esto se requiere contar con gente no solo preparada, sino interesada en sacar al país adelante que tomen decisiones que beneficien a todos y no solo a un pequeño grupo de privilegiados.

REFERENCIAS

1. VAN HORNE**,** James. Administración Financiera (Novena Edición, México: Prentice Hall Inc, 1993), pp. 484-550.
2. Fabozzi/Modigliani. Mercados e Instituciones Financieras (Primera Edición, Prentice Hall, 1.996), pp. 463-475.
3. Bolsa de Valores de Guayaquil, Capital, Base de Datos Financiera Ecuatoriana, "Presentando al mundo las Empresas del Ecuador" (Primera Edición, 1.997).
4. S. E. Bolten, "Manual de Administración Financiera", Volumen 2 y 3 (Editorial Limusa 1992).
5. F. Ron Bautista, "El Mercado de Valores: Concepto y Evolución" Gaceta Societaria, N° 15 (Noviembre 1.995), pp. 5-26.
6. Registro Oficial N° 367 (Jueves 23 de Julio de 1.998) pp. 5-51
7. V Navarrete, Manual de Renta Fija, Bolsa de Valores de Guayaquil, (Primera edición 1.998) pp. 29-59.

8. Banco Central del Ecuador, Información Estadística Mensual (N° 1.747, Septiembre 30 de 1.997) pp. 30-34.
9. G. Arosemena, Las Bolsas de Valores: Función que cumplen en la economía (Instituto Ecuatoriano Mercado de Capitales 5 de Noviembre de 1.998) pp. 1-18.
10. A. Sandoval, "Y ahora...¿En qué invierto mi dinero?", Revista Gestión, (Sección Finanzas, Diciembre de 1.997), pp. 30-35.
11. Equipo Ekos Economía, "¿Quiénes invierten y como en la Bolsa de Valores?", Revista Ekos Economía (N° 16, 15 de Mayo de 1.995) pp. 59-62.
12. G. Arosemena, "El Rol de la Actividad Bursátil en el Desarrollo Ecónomico", Revista Ekos Economía (N|40, 15 de Mayo de 1.997), pp 52-57.
13. W. Spurrier, "Nueva Ley de Mercado de Valores" (Año XXVIII- N|30, Agosto 11 de 1.998) pp. 347-351.
14. Ley y Reglamento de la Ley Mercado de Valores – 1997.
15. V. Campoverde, "La Emisión de Acciones:otra forma de capitalizarse", El Financiero (N° 213, 14 de Julio de 1.997) pp. 11.

Ing. Michael Chong Pineda
Director de Tesis