

EFICIENCIA DEL PROCESO DE EMISIÓN DE TÍTULOS-VALORES EN EL MERCADO DE VALORES DE GUAYAQUIL

PROCESS EFFICIENCY OF ISSUANCE OF SECURITIES-VALUES IN THE MARKET OF GUAYAQUIL

CAROLA MENA CAMPOVERDE¹

¹ Universidad Católica de Santiago de Guayaquil. carola.mena@cu.ucsg.edu.ec

RESUMEN

El propósito del siguiente trabajo es establecer la eficiencia con la que se llevaron a cabo los procesos de emisión de títulos-valores en el Mercado de Valores de Guayaquil durante el año 2013. Para tal efecto se analizaron los costes de transacción implícitos en los procesos de una muestra aleatoria de 57 de 75 de las emisiones ofertadas en este mercado en dicho periodo, lo que servirá como insumo para futuras investigaciones encaminadas a determinar si estos costes de transacción y procesos de emisión podrían suponer una importante barrera de entrada para que las empresas accedan al Mercado de Valores a financiar sus operaciones. Se pudo evidenciar una eficiencia débil en el proceso de emisión de títulos bursátiles en el Mercado de Valores de Guayaquil durante el año 2013 debido a que el tiempo para lanzar una emisión, desde que se tiene toda la información disponible, podría tomarle al emisor entre 10 a 33 semanas aproximadamente, es decir, de 2,5 a 8 meses a partir de que la empresa entrega la información a la Estructuradora o Casa de Valores para elaborar el prospecto de emisión, los costos aproximados de lanzar una emisión fueron en un 84,21% de la muestra analizada, menores a 3,99% sobre el monto negociado, los rangos de costos estuvieron entre 0.23% a 7,99%, no evidenciándose relación entre el costo y tipo de papel o monto de negociación.

PALABRAS CLAVE: Eficiencia. Mercados de Valores. Mercados Primarios. Costes de Transacción.

INTRODUCCIÓN

El propósito del siguiente trabajo es establecer la eficiencia con la que se llevaron a cabo los procesos de emisión de títulos-valores en el Mercado de Valores de Guayaquil durante el año 2013, lo que servirá como insumo de futuras inves-

ABSTRACT

The purpose of this study is to establish what was the efficiency of the stock issuance process, conducted on the Stock Exchange of Guayaquil in 2013, through the analysis of the transaction's costs implied in the process of one random sample of 57 of 75 issuances offered in this market during this period, which could become in one input for futures researches, which pretend to find if this transaction's costs and process could be an important entry barrier for companies for to access to the Stock Exchange of Guayaquil, in order to find financing for their operations and projects; according to the results shown, it was possible to find evidence of a weak efficiency in the stock's issuance process because the time that could take for to launch a issuance, could be between 10 to 33 weeks about, that means, from 2,5 to 8 months since the company provides all the information for to make the issuance's prospects to the company which structure the prospect; the approximated costs of this process were less than 3,99% in the 84,21% of the analyzed sample, the range of this costs were from 0.23% to 7,99%, they did not shown relationship between the cost and the class of issue or amount of the issuance.

KEYWORDS: Efficiency. Equity Markets. Primary Markets. Transaction Costs.

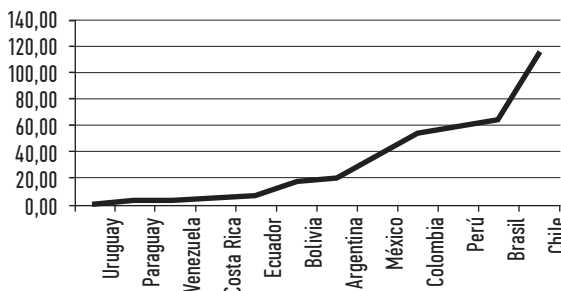
tigaciones encaminadas a determinar si estos procesos podrían suponer la principal barrera de entrada para que las empresas accedan al Mercado de Valores para financiar sus operaciones.

Según cifras del Banco Mundial de Desarrollo, la Capitalización Bursátil promedio desde

RECIBIDO: 9/6/2014
ACEPTADO: 25/8/2014

el año 2006 al 2012 como porcentaje del PIB en el Ecuador ha sido del 7.65%, muy por debajo de países vecinos como Colombia con 53,5%; o Perú con 62,52%; y Chile, destacando en toda la región con un 116%, según se muestra en el siguiente gráfico:

GRÁFICO 1: CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL PROMEDIO COMO % PIB 2006-2012 SUDAMÉRICA



Fuente: Banco Mundial de Desarrollo, 2013. Elaboración propia.

Países desarrollados como EE.UU tienen un índice promedio en el mismo periodo de 113,79%; China 85,90%; Alemania 44,18%; Australia 113,79%; Suiza 213,26% y el más alto es Hong Kong con 470%. (Banco Mundial de Desarrollo, 2013).

Referente al mercado bursátil ecuatoriano, la evolución de su capitalización bursátil como porcentaje del PIB, ha sido decreciente desde el 2006 al 2009, superándose sólo en el 2010, y volviendo a decrecer hasta el 2012, como se muestra a continuación:

TABLA 1: EVOLUCIÓN DE LA CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL EN EL ECUADOR COMO PORCENTAJE DEL PIB

Ecuador	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	8,63	8,36	7,39	6,79	7,80	7,53	7,03

Fuente: Banco Mundial de Desarrollo, 2013. Elaboración propia.

Se observa además que la evolución de las ofertas autorizadas en el Mercado de Valores del Ecuador desde el 2008 han mostrado un comportamiento creciente hasta el 2012, en que comienzan a decrecer (Superintendencia de Compañías, 2013):

TABLA 2: VALORES TOTALES DE AUTORIZACIONES DE OFERTAS PÚBLICAS

OFERTAS AUTORIZADAS	2008	2009	2010	2011	2012	2012 (NOV)	2013 (NOV)
Obligaciones	277,45	296,30	291,70	324,95	681,74	593,04	395,05
Papel comercial	40,25	359,00	706,00	464,10	950,80	944,80	315,70
Acciones	56,07	16,84	0,15	41,48	2,60	2,36	57,64
Titularizaciones	548,37	485,4	582,84	962,37	374,05	339,05	384,80
Notas promisorias	0,00	0,00	0,00	4,26	3,96	3,96	0,00
TOTAL	922,14	1.157,54	1.580,69	1.797,16	2.013,15	1.883,21	1.153,19

Fuente: Informe Ejecutivo de la Superintendencia de compañías, 2013. Elaboración: Dirección de estudios.

Para el presente estudio se tomó como muestra el mercado de Valores de Guayaquil, ya que éste, según el Informe Ejecutivo de la Superintendencia de Compañías del año 2013, tuvo mayor número de ofertas públicas que el Mercado de Valores de Quito, habiendo realizado setenta y cinco emisiones, es decir, cuarenta más que las del Mercado de Quito (Superintendencia de Compañías, 2013).

En una consulta realizada en enero de 2014 por la investigadora al Subdirector de Autorización y Registro del Mercado de Valores, de la Superintendencia de Compañías, Mauricio Trujillo, sobre los aspectos que podrían incidir en la escasa participación empresarial en el Mercado de Valores de Guayaquil, indicó que en su criterio, obedecería este comportamiento a una débil cultura bursátil empresarial, es decir, desconocimiento de beneficios del Mercado, cómo acceder al mismo, costes y tiempos implícitos en los procesos de emisión y también al recelo de abrir las empresas que son familiares a accionistas desconocidos y perder en cierta forma la toma de control total de la empresa.

Algunos de los costos de transacción del Mercado de Valores son altos y no se pueden diferir en el tiempo. Muchos de estos costos son monopolísticos, por lo cual no existe competencia y pueden considerarse excesivos (Arauz, 2009)

Es de comprender por tanto el hecho de que el 64% de las empresas ecuatorianas utiliza la banca como mecanismo de financiamiento, el 34% aportaciones de capitales, y el 2% se financia por medio de venta de acciones o títulos en el mercado bursátil, además que de las empresas que no cotizan en bolsa, el 44% lo hace por desinformación, 6% por estructura interna, y el 50% por razón social (Cuenca et al., 2010).

Según el Informe Ejecutivo de la Superintendencia de Compañías del año 2013, la relación de autorización de oferta pública sobre el crédito de la banca al sector privado en el Ecuador fue de 10,65% en el 2013; 19,25% en el 2012; 20,31% en

el 2011 (Superintendencia de Compañías, 2013) lo cual evidencia una preferencia creciente del financiamiento a través de la Banca por parte de la empresa privada (Superintendencia de Compañías, 2013).

En el Mercado de Valores de Guayaquil, los mayores inversionistas de un proceso de Titularización son grandes empresas del sector público o instituciones financieras principalmente el IESS, puesto que los pequeños inversionistas no pueden acceder a este mercado porque los montos de los títulos son superiores a USD 1.000 o USD 5.000 y la rentabilidad se ve disminuida por los costos de las comisiones que cobran las Casas de Valores, las Administradoras de Fondos y Fideicomisos y las Bolsas de Valores del país (López, 2012).

Para obtener la autorización al Prospecto de Oferta Pública del Fideicomiso en la Superintendencia de Compañías, toma un tiempo mínimo de dos meses, esta demora, a criterio de los funcionarios de la Superintendencia de Compañías, obedece a la falta de personal. Se cree que no existen los incentivos suficientes para que las empresas recurran al mercado de valores como primera opción de financiamiento, esto debido al excesivo tiempo que se incurre en la obtención de las aprobaciones en la Superintendencia de Compañías y temor a que no se logren los resultados esperados (López, 2012).

En los sitios web de la Superintendencia de Compañías y de la Bolsa de Valores de Guayaquil no se observa información sobre todos los costos que debería afrontar una empresa en todo el proceso de emisión de títulos, ni los tiempos totales que podría tomar dicho proceso.

Como referencia, la Bolsa de Valores de Costa Rica presenta un manual de cálculo de los costos de emisión detallando los rangos de costos en porcentajes sobre el monto del valor negociado, por cada uno de los rubros más significativos como son la estructuración, calificación de riesgos, inscripciones, etc. situando así el costo total de una emisión entre el 4,47% y 4,22% (Bolsa de Valores de Costa Rica, 2013). En Chile se pacta con el cliente como en el caso del Ecuador y no se publican los costos asociados a todo el proceso.

En el 2011 el monto negociado en las bolsas de valores en Ecuador fue el más bajo de la región, menor incluso que Bolivia, tanto en términos absolutos como por porcentaje del PIB. En valor total de los títulos registrados en bolsa en el indicado año, Ecuador tenía una cifra 35 veces

inferior a la de Colombia, 14 veces menos que Perú o 47 menos que Chile. Uno de los factores que ha mantenido débil al tejido empresarial del Ecuador por décadas ha sido el incipiente mercado de valores, cuya marginalidad ha sido una barrera de entrada estructural para los competidores que no están en posición de acceder a crédito bancario, privando no solamente a los emprendedores de herramientas más eficientes de financiamiento de sus proyectos (que sí las tienen sus competidores vecinos en Perú, Colombia, Chile, Brasil), sino también a las familias de opciones de colocación de su ahorro, que hoy se mantiene en cuentas de ahorro o se gasta en carro nuevo o televisiones de alta definición. (Tobar, 2013).

Según la CEPAL, 2010, entre las principales barreras de entrada que se presentan comúnmente en el mercado de valores tenemos:

- a. Estructura familiar del control y resistencia a abrir el capital a inversionistas externos.
- b. Altos costos de emisión de títulos.
- c. Débil protección al accionista minoritario
- d. Límites a la participación privada/extranjera en ciertas áreas de la economía.

Indica además que las principales barreras al mercado de deuda corporativa son generalmente: altos costos al momento de efectuar nuevas emisiones comparativamente con los mercados internacionales, lo que no permite eficiencia en las transacciones como resultado de falta de economías de escala.

La existencia de un limitado desarrollo de agentes de ahorro institucional (fondos de pensiones, compañías de seguros, y fondos mutuos) pone un freno a la cantidad de recursos disponibles y a la rotación de estos en los mercados locales. Excepciones a esto son Brasil y Chile (Manuelito, S, & Jiménez, L.)

En la Bolsa de Valores de Guayaquil en el año 2013 se observaron emisiones de títulos de renta fija a partir de medio millón de dólares, con valores nominales de al menos diez mil dólares (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2013), por lo que invertir en este mercado, podría estar al alcance en su mayoría de los grandes inversores institucionales.

Otro factor que podría afectar la competencia empresarial al mercado bursátil como medio de financiación, es la estructura empresarial del país. Si se toma en cuenta que de las 704,556 empresas registradas en el Directorio de Empre-

sas y Establecimientos (DIIE) publicados por el INEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos) actualizado hasta el 2012, en el Ecuador, el 90% corresponden a la microempresa y el 8% a las pequeñas empresas, y siendo que para éstas, es complejo lanzar una oferta pública de valores por los altos montos y costos de emisión, se estaría entonces dejando de lado la participación en el mercado bursátil del 98% de las empresas del país, y permitiendo sólo el acceso al mercado de la grande empresa que representa el 1% de las empresas del país, y de unas cuantas medianas empresas que representan el otro 1% (INEC, 2012)

Las cifras mostradas indican que el Mercado de Valores del país, necesita de un desarrollo vertiginoso que permita brindar el flujo de capitales necesarios a la empresa, para que ésta pueda ser más competitiva y haga realidad sus proyectos de expansión, para beneficio propio, de la sociedad, y del país en su conjunto.

MARCO TEÓRICO

En un mercado de valores las empresas que emiten títulos, son los ofertantes; y los inversionistas que los compran son los demandantes. Según la teoría económica, la oferta de un bien está negativamente relacionada con el precio de los factores para producirlo, como son el tiempo, costes de producción, tecnología, tierra (Mankiw & Rabasco, 2007).

En el caso de las emisiones de títulos bursátiles, los factores serían el tiempo, esfuerzo, y el dinero para realizar una emisión, a los que llamaremos costos de transacción.

Los costos de transacción son el tiempo, esfuerzo y dinero necesarios para efectuar una transacción, e incluyen costos como comisiones y el costo de trasladar físicamente un activo del vendedor al comprador. Estos tres factores frenan los procesos y desperdician recursos (Emery, Finnerty, & Stowe, 2000)

El proceso de emisión de títulos en un mercado bursátil puede tornarse ineficiente cuando sus costes de transacción son elevados, y por consecuencia limitar la oferta de títulos.

En este proceso intervienen no sólo agentes como los emisores (ofertantes) y los inversionistas (demandantes), sino también el ente regulador, los bancos de inversiones, en el caso de Ecuador son las Casas de Valores las que realizan este papel, siendo aquellas que proveen el servicio de estructuración del prospecto de emisión y los nexos hacia los demás agentes como las compañías calificadoras de riesgos, estructuradores legales, auditores, etc. (“Ley de Mercado de Valores | Bolsa de Valores Quito”)

Desde este punto de vista es importante conocer el grado de eficiencia de los procesos de emisión de los títulos bursátiles y cómo éstos afectan a los emisores, y saber si éstos representan o no una barrera de entrada para que las empresas opten por financiarse por medio del mercado bursátil en Guayaquil.

En los mercados bursátiles, el concepto de eficiencia está ligado con el concepto de riqueza desperdiciada. Un mercado de capital eficiente permite la transferencia de activos con poca pérdida de riqueza. La eficiencia se refiere a la cantidad de energía desperdiciada. Los procesos o máquinas eficientes no desperdician mucha energía. En los mercados de capitales los desperdicios de energía ocurren a causa de los factores siguientes: costos de transacción, impuestos asimétricos, e información asimétrica (Emery, Finnerty, & Stowe, 2000).

La presente investigación se apoya en la teoría financiera moderna, dentro de la cual nace la tan conocida teoría de los mercados eficientes propuesta por Eugene F. Fama (Premio Nobel de Economía en el 2013) en 1970 en su artículo publicado en el *Journal of Finance*, titulado “Mercado de Capitales Eficientes: Una Revisión del Trabajo teórico y Práctico” en el que indica que en un mercado eficiente: la información nueva se refleja en los precios de los valores; los costos de transacción pueden inhibir el proceso anterior; y que la información relativa a diferencias en valor puede crear oportunidades para arbitrar (lucrar) (Duarte & Pérez-Iñigo, 2013)

Además indica que todo mercado eficiente ha de ser necesariamente un mercado competitivo, puesto que la libre concurrencia de muchos inversores lleva inevitablemente a que toda la información que afecta al valor intrínseco de los títulos se descuenta de forma inmediata en sus precios. Esta teoría indica que desde el punto de vista institucional, en un mercado eficiente hay libre entrada y salida del mercado, es decir, en el mercado no debe existir limitaciones a los agentes para comprar o vender los activos en cualquier momento (Duarte & Pérez-Iñigo, 2013)

Fama habla de tres distintos niveles o grados de eficiencia: hipótesis ‘débil’, ‘semifuerte’ y ‘fuerte’: la forma fuerte de eficiencia de los mercados de capitales requiere que los precios reflejen toda la información que existe acerca del valor del activo. Esto incluye hasta el último dato conocido por cualquier persona en cualquier lugar del mundo que tenga algo que ver con el valor del activo; la forma semifuerte de eficiencia sólo requiere que los precios re-

flejen cabalmente la información disponible públicamente y la forma débil de la eficiencia de los mercados de capitales sólo requiere que los precios reflejen plenamente la información contenida en los precios de mercado de activos en el pasado, los precios a los que se han negociado los activos (Duarte & Pérez-Iñigo, 2013)

Cabe destacar que la teoría de mercados eficientes propuesta por Fama ha sido cuestionada por los premios Nobel de Economía del 2001 (Akerlof, Spence, Stiglitz y Rothschild) quienes han argumentado asimetrías en la información que generan problemas de riesgo moral y de selección adversa en los mercados de automóviles, laboral y de crédito, respectivamente. Stiglitz critica la hipótesis de eficiencia fuerte argumentando que los precios reflejan sólo de forma parcial la información disponible (Duarte & Pérez-Iñigo, 2013)

MATERIALES Y MÉTODOS

Con la finalidad de determinar los costes en tiempo y dinero de lanzar una emisión en el año 2013, se analizó una muestra aleatoria de 57 prospectos de emisiones de un total de 75 que se ofertaron en el Mercado de Valores de Guayaquil en el año 2013, con un nivel de confianza del 95% y error muestral del 5%.

Para establecer los tiempos estimados aproximados que le tomaron a las empresas realizar una emisión bursátil, se hizo una entrevista exploratoria a operadores de valores, en una muestra aleatoria en siete de las quince casas de valores que operan en la ciudad de Guayaquil, las cuales indicaron los tiempos promedio que usualmente se tardan en realizar un proceso de estructuración. A este tiempo se le adicionó el que tardó la Superintendencia de Compañías en aprobar la Oferta Pública, y para determinarlo se tomó

como referencia el tiempo que transcurrió desde que la calificadora de riesgo emitió la calificación hasta el tiempo de aprobación de la emisión por la Superintendencia de compañías, lo cual se puede ver en los prospectos de emisiones.

Normalmente una vez aprobada la calificación de riesgo, la estructuradora se toma un tiempo adicional para terminar el prospecto incluyendo la calificación de riesgos, por tanto ese tiempo se restó del cálculo del tiempo total aproximado que demoraría una aprobación de emisión de títulos, finalmente se sumó el tiempo que se tarda la inscripción en la Bolsa de Valores luego de la aprobación del prospecto.

Para determinar los costos de las emisiones, se tabularon los costos incurridos en el proceso por el emisor que constan en los prospectos de emisiones. El costo total de cada emisión se dividió para el monto de la emisión para obtener el porcentaje que representa el costo de emisiones sobre el monto negociado. Los costos que se mostraron en los prospectos fueron: estructuración financiera, estructuración legal, agente de colocación, administración de fideicomiso, DECEVALE, estructuración de negocio fiduciario, calificadora de riesgos, inscripción en el Registro de Mercado de Valores, agente de manejo, auditoría, representante de los obligacionistas, notarizaciones, gestión de cobro, gastos varios como publicación en diario, papelería, comisión e inscripción en Bolsa de Valores.

RESULTADOS

Las casas de valores entrevistadas ofrecieron información sobre los tiempos estimados que tardan como máximo en realizar el proceso de estructuración y el total de proceso de emisión. La información recolectada en las entrevistas a

TABLA 3: TIEMPOS ESTIMADOS PARA REALIZAR UNA EMISIÓN DE TÍTULOS, CASAS DE VALORES DE GUAYAQUIL, 2013

Los tiempos están expresados en número de semanas

No.	Casas de Valores:	Fase 0		Fase I				Fase II	Fase III	Fase IV		Total desde entrega de documentación		Total desde la recolección de información		
		Recolectar Información		Simultáneos		Terminar Prosp.	Autorización en la Super de Compañías	Inscripc. Bolsa de Valores	Colocación		Desde	Hasta	Desde	Hasta		
		Desde	Hasta	Estruct.	Calificación de Riesgos				Desde	Hasta					Desde	Hasta
1	Advfinsa	4	6	2	2	3	1	12	24	1	1	12	17	41	21	47
2	Amazonas Capital Market	4	8	2	2	3	1	6	12	1	1	12	11	29	15	37
3	Citadel	4	8	2	2	3	1	8	12	1	1	12	13	29	17	37
4	Ecuabursátil	4	8	2	2	3	1	6	12	1	1	12	11	29	15	37
5	Más Valores	4	6	2	2	3	1	12	24	1	1	12	17	41	21	47
6	Plusbursátil	4	8	2	1	2	1	12	12	1	1	12	17	28	21	36
7	Silvercross	4	8	2	2	3	1	12	18	1	1	12	17	35	21	43
	Promedios	4,00	7,33	2,00	1,83	2,83	1,00	9,33	16	1	1	12	14,3	32,8	18,3	40,2
												Meses	3,58	8,21	4,58	10,04

Fuente: Casas de Valores de Guayaquil. 2013

Fuente: Elaboración propia.

operarios de casas de valores se agrupó en cinco fases y siete pasos:

Fase 0: Pre-análisis y entrevista con el emisor: en la cual se le realiza un pre-análisis para conocer si cuenta con los requisitos que solicita la Ley del Mercado de Valores en cuanto a la situación financiera, garantías, legales, etc. Este paso puede durar desde un día a una semana. Aquí se le asesora al potencial emisor sobre si es factible o no para él realizar una emisión.

En el caso de que el emisor tenga los requisitos para emitir, se procede a la celebración del contrato y recolección de la información: Una vez que se conoce que el emisor cumple los requisitos, se celebra el contrato entre las partes para iniciar con el proceso de estructuración del prospecto. El emisor elige además con qué otras compañías obtendrá los servicios de calificación de riesgo, auditoría, fideicomisos, representante de obligacionistas, estructurador legal. La casa de valores le muestra un listado de empresas del mercado para que el emisor elija y se ponen en contacto de inmediato y comienza el proceso de recolección de datos. En promedio podría tomar entre 4 a 8 semanas obtener toda la información.

Fase I: Estructuración. Se inicia la estructuración financiera y a la par se va realizando la auditoría en caso no se tenga, calificación de riesgo (si no la tiene), estructuración legal, representación de obligacionistas y agente pagador si lo requiere. Por lo general la mayor parte de empresas ya trae la auditoría de los últimos 3 años. Este paso podría tomar entre dos a tres semanas aproximadamente.

Fase II: Revisión Final de prospecto con la calificación de riesgo. Cuando la calificación de riesgo está lista, se la incorpora al prospecto, y se hacen las últimas revisiones a la estructuración, además se obtiene la representación de los obligacionistas o accionistas. El tiempo que toma aprox. es de una semana.

Fase III: Aprobación y registro en el Mercado de Valores. Se envía a la Superintendencia de Compañías el prospecto y todos los documentos señalados por la ley para su aprobación, en el caso de que hayan observaciones la Superintendencia tiene 15 días para presentarlas, en caso de no hacerlo, se da por aprobado. Si hay observaciones se corrige el prospecto y se vuelve a presentar para la aprobación a la Superintendencia de Compañías y su respectivo registro en el Mercado de Valores. Este proceso puede tomar desde 6 a 24 semanas y en promedio aproximadamente entre 9 a 16 semanas.

Fase IV: Inscripción en Bolsa de Valores de Guayaquil Una vez aprobada la emisión e inscrita en el Mercado de Valores, se procede a inscribirla en la Bolsa de Valores de Guayaquil y opcional en la de Quito. Tiempo aprox. 1 semana.

Fase V: Colocación. Finalmente se realiza la colocación de la emisión, la cual puede hacerse desde 1 día hasta 3 meses, la mayor parte se realiza hasta en un mes.

En total, desde la entrega de la documentación, podría llevar aproximadamente entre 3 a 8 meses de tiempo del proceso para lanzar una emisión, en caso de no tener la empresa la información completa podría tardar más tiempo dependiendo de la gestión de cada empresa.

Para obtener el tiempo aproximado que se tarda una emisión en ser aprobada, se analizaron los prospectos de 57 emisiones lanzadas el año 2013, teniendo como referencia las fechas de calificación de riesgo, y aprobaciones de la Superintendencia de compañías y que se indican en los prospectos, obteniéndose lo siguiente:

De las 57 emisiones analizadas se encontró que los tiempos aproximados de aprobación de la Superintendencia de Compañías están dentro de los siguientes rangos:

TABLA 4: TIEMPOS APROX. DE APROBACIÓN DE EMISIONES BURSÁTILES, GUAYAQUIL 2013.

TIEMPOS APROX. PARA APROBACIÓN EMISIONES GUAYAQUIL	NO. EMISIONES	%
Dentro de 1 mes (2 a 4 sem.)	3	5,26%
Dentro de 2 meses (5 a 8 sem.)	13	22,81%
Dentro de 3 meses (9 a 12 sem.)	24	42,11%
Dentro de 4 meses (13 a 16 sem.)	9	15,79%
Dentro de 5 meses (17 a 20 sem.)	5	8,77%
Dentro de 6 meses (21 a 22 sem.)	3	5,26%
Total	57	100,00%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil, 2013.

Según la tabla 4, el 70,18% de las emisiones fueron aprobadas dentro de un periodo de doce semanas aproximadamente, sin embargo existieron emisiones que requirieron mayor tiempo hasta de 22 semanas.

Luego se estimaron los tiempos totales aproximados para emitir títulos por tipo de emisión para conocer si influye el tipo de emisión en los tiempos de tramitología. Este tiempo contempla el tiempo de estructuración de tres semanas aproximadas, más la semana de inscripción en la Bolsa de Valores:

TABLA 5: TIEMPOS DE TRAMITOLOGÍA DE EMISIONES BURSÁTILES POR TIPO DE PAPEL

TIPO DE EMISIONES	NO. SEMANAS	
Titularizaciones	max	25
	min	9
Obligaciones	max	24
	min	5
Papel Comercial	max	24
	min	5

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil, 2013.

Así se obtuvieron tiempos de procesos de emisión que fueron desde las 5 a las 25 semanas. Considerando un rango de 3 a 8 semanas para preparación de información antes de la estructuración, podría tomarle al emisor entre 10 a 33 semanas, es decir, de 2,5 a 8 meses aproximadamente. Como referencia, en Brasil, este tiempo es máximo de 17 semanas equivalente a 4,25 meses (Bolsa de Valores de Brazil, 2013). No se evidenció influencia del tipo de emisión con el tiempo de emisión.

Para obtener los costos totales de lanzar una emisión de valores se contabilizaron los costos indicados en cada uno de los prospectos de las 57 emisiones del estudio, y se llegó a determinar el costo total incurrido en cada emisión. Luego se dividió para el monto de la emisión para obtener el porcentaje que representa el coste de emisión sobre el monto negociado, con esa información se obtuvo el siguiente resumen:

TABLA 6: RESUMEN DE COSTOS DE EMISIONES SOBRE EL TOTAL DE MONTO NEGOCIADO

Costo Mínimo	0,234%	
Costo máximo	7,91%	
% COSTE SOBRE MONTO	NO. EMISIONES	%
De 0,23% a 0,99%	13	22,81%
De 1% a 1,99%	11	19,30%
De 2% a 2,99%	11	19,30%
De 3% a 3,99%	12	21,05%
De 4% a 4,99%	7	12,28%
De 5% a 5,99%	2	3,51%
De 6% a 6,99%	-	0,00%
De 7% a 7,99%	1	1,75%
Total	57	100,00%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil, 2013.

Se observa que 48 de 57 emisiones presentaron costos menores a 3,99%, lo cual representa al 84,21% de la muestra. También se realizó un resumen de rangos de costos por tipo de papel

como se muestra a continuación para conocer si existía relación entre el costo y el tipo de papel, pero no se evidenció relación. Los rangos de costos van entre 0,23% a 7,99%:

TABLA 7: RESUMEN DE % DE COSTOS DE EMISIONES SOBRE EL TOTAL DE MONTO NEGOCIADO POR TIPO DE PAPEL

TIPO DE EMISIONES	COSTOS TOTALES	
Titularizaciones	max	5,54%
	min	0,48%
Obligaciones	max	7,91%
	min	0,89%
Papel Comercial	max	5,75%
	min	0,23%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil, 2013.

Se realizó un resumen para conocer el peso de los costos totales por los tipos de servicios que tienen mayor importancia dentro de los costos de los procesos de emisiones:

TABLA 8: RESUMEN DE RANGOS DE COSTOS DE PROCESOS DE EMISIONES POR TIPO DE PAPEL

SERVICIO	PAPEL COM.	OBLIGACIONES	TITULARIZ.
Estruct. Financ. Y Legal	max 3,00%	2,00%	1,00%
	min 0,05%	0,10%	0,10%
Colocación	max 2,00%	2,00%	1,00%
	min 0,00%	0,00%	0,10%
Calif. Riesgo	max 1,05%	1,80%	0,76%
	min 0,08%	0,09%	0,04%
Monto Negociado	max 50.000.000	40.000.000	3.500.000
	min 1.000.000	1.000.000	30.000.000

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil, 2013.

Los costos que más pesaron en los costos totales fueron los de estructuración financiera que en la mayoría de los casos incluyen los legales según los prospectos, y van desde 0,10% del monto negociado al 3%. En cuanto a la colocación, se evidenciaron costos que fueron desde el 0,1% al 2%, y referente a los costos por la calificación de riesgos, los rangos se situaron desde el 0,04% al 1,05% del costo total de la emisión.

Sólo una de las Casas de Valores que se utilizó en este estudio tenía a la mano los rangos en porcentajes que los costos de sus servicios representan, y en los portales de la Superintendencia de Compañías y de la Bolsa de Valores de Guayaquil no se observaron guías para el emisor sobre los costos de transacción aproximados de un proceso de emisión.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Luego del estudio realizado, se pudo evidenciar una eficiencia débil en el proceso de emisión de títulos bursátiles en el Mercado de Valores de Guayaquil durante el año 2013 debido a que el tiempo para lanzar una emisión, desde que se tiene toda la información disponible, podría tomarle al emisor entre 10 a 33 semanas aproximadamente, es decir, de 2,5 a 8 meses a partir de que la empresa entrega la información a la Estructuradora; los costos aproximados de lanzar una emisión fueron en un 84,21% de la muestra analizada, menores a 3,99% sobre el monto negociado. Sin embargo los rangos de costos fueron entre 0.23% a 7,99%, no evidenciándose relación entre el costo y tipo de papel. Además, no hay suficiente información pública de los costos de transacción a incurrir para realizar una emisión por parte del Mercado.

El número de casas de valores en la ciudad de Guayaquil asciende a 15, y en el año 2013 se realizaron 75 emisiones de títulos bursátiles, lo que correspondió en promedio a 5 emisiones anuales por casa de valores, lo que sumado a ser un servicio especializado- y para el cual no hay tarifas estandarizadas- se encarece, sobre todo por el reducido número de emisores, creando un efecto negativo hacia su mismo sector. Por el lado de la Superintendencia de Compañías, las 75 Ofertas Públicas emitidas en el año 2013, equivaldrían a que se aprueban 1,44 emisiones por semana.

Se recomienda optimizar los tiempos de emisión de títulos, y publicar manuales, o calculadoras en la página de la Bolsa de Valores de Guayaquil para determinar los costos aproximados para una emisión.

Para que los tiempos de aprobación se reduzcan en la superintendencia de compañías se recomienda capacitaciones a las Casas de Valores sobre regulaciones y la forma de interpretación de las mismas. Los emisores podrían formar una asociación para poder hacer frente en conjunto a estos costes y empujar al mercado a que se tornen más eficientes.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arauz Galarza Andrés (2009). Microestructura del Mercado de Valores ecuatoriano. (Tesis de Maestría en Ciencias Sociales con mención en Economía del Desarrollo. FLACSO Sede Ecuador. Quito). Recuperado de :<http://hdl.handle.net/10469/1964>
- Bolsa de Valores de Brazil. Guía para IPO. Recuperado de : <http://www.bmfbovespa.com.br/en-us/bmfbovespa/download/PwC-Brazil-IPO-Guide-11.pdf>
- Bolsa de Valores de Costa Rica. Manual de Costos de Emisión. Costa Rica. Recuperado de: http://www.bolsacr.com/financiamiento/manual_costos_emision.pdf
- Cuenca Pamela, Giler Cuzco Denisse, Villalba Holguín Carlos. (2010). Proyecto de creación de estrategias para aumentar las negociaciones bursátiles en la BVG (Bolsa de Valores de Guayaquil).(Tesis, previo obtención de título de Economista, ESPOL, Guayaquil-Ecuador). Recuperado de: <http://www.dspace.espol.edu.ec/handle/123456789/10651>
- Directorio de Empresas. (n.d.). Instituto Nacional de Estadística y Censos. Retrieved from <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/directorio-de-empresas-2/>
- Duarte, J. B. D., & Pérez-Iñigo, J. M. M. (2013). La eficiencia de los mercados de valores: una revisión. *Análisis Financiero*, (122), 21-35.
- Emery, D. R., Finnerty, J. D., & Stowe, J. D. (2000). *Fundamentos de administración financiera*. Pearson Educación.
- Ley de Mercado de Valores | Bolsa de valores Quito. Recuperado de: <http://www.bolsadequito.info/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/>
- López, M. (2012). Evaluación del proceso de titularización de flujos futuros como una alternativa de financiamiento empresarial. (Tesis de Grado, previo a la obtención del título de Economista, Universidad Central del Ecuador, Quito-Ecuador). Recuperado de: <http://www.dspace.uce.edu.ec/bitstream/25000/388/1/T-UCE-0005-63.pdf>
- Mankiw, N. G., & Rabasco, E. (2007). *Principios de economía*. Editorial Paraninfo.
- Manuelito, S., & Jiménez, L. (2010). *Los Mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de Desarrollo*. Serie Macroeconomía del Desarrollo, CEPAL. Santiago de Chile, Chile. Recuperado de : http://www.cepal.org/publicaciones/xml/8/41788/SERIE_107-Manuelitoyjimenez2.pdf
- Superintendencia de Compañías. Resumen Ejecutivo 2013. Guayaquil: Ecuador. Recuperado de: <http://www.supercias.gob.ec/portal/>
- Tobar, B. (2013). Socialismo y Mercado. *Diario HOY | Noticias del Ecuador y el mundo.*, recuperado de <http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/socialismo-y-mercado-579560.html>