

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR FACULTAD
DE ECONOMÍA**

Disertación previa a la obtención del título de Economista

***Análisis del costo de oportunidad de las fuentes de
financiamiento no tradicionales de las empresas formales del
sector bananero ecuatoriano, periodo 2013-2017***

Julio César Ortiz Silva

julioortiz0595@outlook.com

Director: Mtr. Iván González

ivgonzalezg@puce.edu.ec

Quito, marzo de 2019

Resumen

La investigación se centra en calcular el costo de oportunidad que las empresas del sector bananero tienen al momento de optar por fuentes de financiamiento no tradicional. Se utilizará información proveniente de la Superintendencia de Bancos (Ecuador), Superintendencia de Compañías y del Mercado de Valores de Ecuador. El tipo de investigación es de carácter descriptivo explicativo, y el método de investigación es cualitativo. El estudio se realizará dentro del periodo 2013-2017. Dentro de la investigación, el estudio se dividirá en 3 partes; en la primera sección se calcularán los costos en los que una empresa incurre al utilizar el sistema tradicional (Bancos Privados, Bancos Públicos, Empresas Offshore). Seguidamente, en el segundo capítulo, la disertación explicará y desglosará los costos reales directos e indirectos que una empresa posee al optar financiamiento por la vía no tradicional (Mercado de Valores, Inversión extranjera Directa). Finalmente, el estudio terminará con el cálculo del costo de oportunidad de las fuentes de financiamiento no tradicionales en base a lo expuesto en los capítulos 1 y 2. Los resultados de la investigación sugieren que el acceso a las fuentes no tradicionales dentro del periodo 2013-2017, son poco apetecidas por dos factores principales; los costos de financiamiento por esta vía son elevados en relación al sistema tradicional, y la transparencia en la información que implica es demasiada alta. Estos dos factores alejan a la mayoría de posibles emisores y empresas que deseen acceder al financiamiento a través de inversión extranjera directa. Por lo que, dentro de las estrategias para impulsar las fuentes no tradicionales se encuentra; Realizar acuerdos entre el estado y el Mercado de Valores para atraer Inversión Extranjera Directa a bajo costo, revisión de los costos indirectos que incurren los emisores de valores, reforma de la ley de Mercado de Valores e inclusión de las PYMES a las fuentes de financiamiento no tradicional.

Palabras clave: Costo de Oportunidad, Tasas de Interés, Mercado de Valores, Empresas Offshore, Bancos.

Abstract

The purpose of this research is to study the opportunity costs of non-traditional financing sources of the banana sector in Ecuador between 2013-2017. The required information will be gathered from the Superintendency of Banks and the Superintendence of Companies, Stock Market and Insurance of Ecuador. The type of research is explanatory descriptive, and its method is qualitative. The research focuses on calculating the opportunity cost that the companies in the banana sector have regarding their financing. The study is divided into 3 parts; in the first section, the costs in which a company incurs by using the traditional system (Private Banks, Public Banks, Offshore Companies) will be calculated. Then, in the second chapter, the dissertation will explain and break down the direct and indirect real costs that a company has to cover when opting for non-traditional financing (Stock Market, Foreign Direct Investment). Finally, the study will end with the calculation of the opportunity cost of non-traditional sources of financing based on what was calculated in chapters 1 and 2. The results of the research suggest that non-traditional sources, within the 2013- 2017 period, are unattractive due to two main factors: the financing costs are higher than the traditional system, and the information transparency required is too high. These issues push away most potential issuers of financing through the Stock Market and direct foreign investment. Therefore, agreements must be made between the State and the Securities Market to attract Foreign Direct Investment at low cost. Indirect costs incurred by issuers of securities must be reviewed and the Securities Market Law, reformed for the inclusion of SMEs to the sources of non-traditional financing.

Key Words: Opportunity cost, Interest Rate, Capital Market, Offshore Company, Banks

Agradezco primeramente a mi Padre, Madre y hermano por darme todos mis valores y su apoyo constante durante toda mi vida,

Al resto de mi familia quienes han sido incondicionales, en especial a mis abuelos paternos y maternas y tías Ana, Patricia, Jaime, Pablo y a mis primos Jaime y Daniel,

A mi director de tesis, Iván, por su apoyo y confianza constante durante todo el proceso de mi disertación

A los profesores, quienes me guiaron día a día en convertirme en el mejor profesional,

A los lectores, por su exigencia y tiempo dedicado en esta disertación,

A mis amigos de infancia (Janko, Jordi, Adrián C, Miguel G, Henry C), quienes me han brindado su apoyo y lecciones de vida,

A mis amigos de colegio (Bryan G, Bryan V, Kevin, Josselyn J, Juan Pablo B, Carlos K, Jail C, Nicolás G, Nicolás J), con quienes aprendí a ser mejor, constante y no rendirse a pesar de la adversidad,

A mis amigos de universidad (Fernanda G, Michelle P, Jefferson S, Mauri, Oliver B, Isaac Mario Casas, José CC, Gabriel V, Marcos P, Mateo C, Rommel B), con quienes compartí un aula de clases y por su apoyo durante toda mi carrera,

A mis amigos que conocí en mi vida diaria (Janko A, José R, Ana Belén S, Paz P, Franco B, Nicole M, Cristina D, Cristian V, Daniela F, Shirley A), por ser los que más han contribuido en mi desarrollo personal, profesional, y dándome lecciones personales muchas veces,

A la asesoría financiera Dinamo (Pablo M, Nicolás M, Iván J), por su apoyo y enseñanzas para la realización de mi investigación,

A la casa de Valores ACCIVAL, (Manfred, Mr. Solano, Luís, Gonzalo, Andrea, Gabriel, Jahel, Marco, Gabriela, Juan Antonio, el equipo de estructuraciones, a todo el equipo de contabilidad, limpieza y operaciones), por ser participe y brindarme mi primera experiencia profesional,

A la empresa Reditum Esteban G, Martín D y Karen A por ayudarme en el desarrollo de mi investigación,

A todas las personas que no mencione y siempre creyeron en mí, les doy mi una disculpa y agradezco su infinito apoyo,

A la vida, por ser misteriosa y de grandes lecciones.

“Success is going from failure to failure without losing your enthusiasm”

Winston Churchill

Análisis del costo de oportunidad de las fuentes de financiamiento no tradicionales de las empresas formales del sector bananero ecuatoriano, periodo 2013-2017

| | |
|---|-----------|
| RESUMEN | 2 |
| INTRODUCCIÓN | 10 |
| METODOLOGÍA DEL TRABAJO | 13 |
| DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA | 13 |
| PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN | 15 |
| FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA | 16 |
| LOS FACTORES DE LA PRODUCCIÓN Y EL CAPITAL | 16 |
| TEORÍA DE COSTOS | 17 |
| EL COSTO DE OPORTUNIDAD COMO EL CÁLCULO PARA EL RENDIMIENTO DE UN PROYECTO | 18 |
| MERCADOS FINANCIEROS | 20 |
| MERCADOS FINANCIEROS | 21 |
| CAPÍTULO I: COSTOS DEL FINANCIAMIENTO TRADICIONAL DEL SECTOR BANANERO | 24 |
| COSTOS DEL FINANCIAMIENTO TRADICIONAL DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR BANANERO | 24 |
| ANÁLISIS DEL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE BANCOS PRIVADOS | 25 |
| EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE CRÉDITOS DE LA BANCA PRIVADA EN EL SECTOR AGROPECUARIO, PERIODO 2013-2017 | 28 |
| EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE CRÉDITOS DE LA BANCA PRIVADA EN EL SECTOR BANANERO, PERIODO 2013-2017 | 30 |
| CÁLCULO DE LOS COSTOS PROMEDIOS PONDERADOS DEL CRÉDITO AL SECTOR BANANERO POR PARTE DE LA BANCA PRIVADA | 32 |
| ANÁLISIS DEL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE BANCOS PÚBLICOS | 35 |
| EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE CRÉDITOS DE LA BANCA PÚBLICA EN EL SECTOR AGROPECUARIO, PERIODO 2013-2017 | 37 |
| EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE CRÉDITOS DE LA BANCA PÚBLICA EN EL SECTOR BANANERO, PERIODO 2013-2017 | 39 |
| ANÁLISIS DEL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE EMPRESAS OFFSHORE | 42 |
| CAPÍTULO II: COSTO DEL FINANCIAMIENTO NO TRADICIONAL DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR BANANERO | 47 |
| COSTO DEL FINANCIAMIENTO NO TRADICIONAL DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR BANANERO | 47 |
| FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE MECANISMOS DE RENTA FIJA | 51 |
| OBLIGACIONES | 51 |
| CÁLCULO DE LOS COSTOS PROMEDIOS PONDERADOS DE LAS OBLIGACIONES EN MERCADO DE VALORES | 55 |

| | |
|--|------------|
| PAPEL COMERCIAL | 57 |
| CALCULO DE LOS COSTOS PROMEDIOS PONDERADOS DEL PAPEL COMERCIAL EN MERCADO DE VALORES | 60 |
| TITULARIZACIÓN | 61 |
| CALCULO DE LOS COSTOS PROMEDIO PONDERADO DE LA EMISIÓN DE TITULARIZACIÓN EN MERCADO DE VALORES | 66 |
| ANÁLISIS DEL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED) | 67 |
| CONCLUSIONES CAPÍTULO II | 71 |
| CAPÍTULO III: ESTRATEGIAS CLAVE PARA IMPULSAR LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO NO TRADICIONAL PARA EL SECTOR BANANERO | 73 |
| ANÁLISIS DEL PATRIMONIO Y ACTIVOS EMPRESAS DEL SECTOR BANANERO | 73 |
| ÍNDICES FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS FORMALES DEL SECTOR BANANERO | 75 |
| CÁLCULO DEL COSTO DE OPORTUNIDAD DE LAS EMPRESAS FORMALES DEL SECTOR BANANERO | 77 |
| EJEMPLO PRÁCTICO: TABLA DE AMORTIZACIÓN | 78 |
| PROPUESTA PARA IMPULSAR LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO NO TRADICIONALES | 81 |
| CONCLUSIONES CAPÍTULO III | 85 |
| CONCLUSIONES | 86 |
| RECOMENDACIONES | 88 |
| REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 89 |
| ANEXOS | 93 |
| ANEXO A: PARTICIPACIÓN DE BANCOS PRIVADOS EN EL TOTAL DE LA CARTERA DE CRÉDITOS, PERIODO 2013-2017 | 93 |
| ANEXO B: PARTICIPACIÓN DE BANCOS PRIVADOS EN EL TOTAL DE LA CARTERA DE CRÉDITOS DEL SECTOR AGROPECUARIO, PERIODO 2013-2017 | 93 |
| ANEXO C: PARTICIPACIÓN DE LAS PRINCIPALES ACTIVIDADES ECONÓMICAS EN EL TOTAL DE LA CARTERA DE CRÉDITOS DEL SECTOR AGROPECUARIO, PERIODO 2013-2017 | 94 |
| ANEXO D: PARTICIPACIÓN DE BANCOS PÚBLICOS EN EL TOTAL DE LA CARTERA DE CRÉDITOS, PERIODO 2013-2017 | 94 |
| ANEXO E: PARTICIPACIÓN DE BANCOS PRIVADOS EN EL TOTAL DE LA CARTERA DE CRÉDITOS DEL SECTOR AGROPECUARIO, PERIODO 2013-2017 | 95 |
| ANEXO F: PARTICIPACIÓN DE LAS PRINCIPALES ACTIVIDADES ECONÓMICAS EN EL TOTAL DE LA CARTERA DE CRÉDITOS DEL SECTOR AGROPECUARIO, PERIODO 2013-2017 | 95 |
| ANEXO G: REQUERIMIENTOS FINANCIAMIENTO TRADICIONAL VS NO TRADICIONAL | 96 |
| ANEXO H: BASE DE DATOS COSTOS DIRECTOS E INDIRECTOS OBLIGACIONES (2013-2017), MERCADO DE VALORES | 101 |
| ANEXO I: BASE DE DATOS COSTOS DIRECTOS E INDIRECTOS PAPEL COMERCIAL (2013-2017), MERCADO DE VALORES | 105 |

Índice de Tablas

| | |
|--|----|
| TABLA 1: EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS QUE RECIBEN LOS BANCOS PRIVADOS, PERIODO 2013-2017 | 26 |
| TABLA 2: EVOLUCIÓN DESEMBOLSOS POR PARTE DE BANCOS PRIVADOS 2013-2017 POR TIPO DE CRÉDITO | 27 |
| TABLA 3: EVOLUCIÓN DESEMBOLSOS POR PARTE DE BANCOS PRIVADOS AL SECTOR AGROPECUARIO POR TIPO DE CRÉDITO 2013-2017 | 29 |
| TABLA 4: EVOLUCIÓN DESEMBOLSOS POR PARTE DE BANCOS PRIVADOS AL SECTOR BANANERO 2013-2017 | 31 |
| TABLA 5: EVOLUCIÓN TASAS DE INTERÉS EFECTIVAS POR TIPO DE CRÉDITO OTORGADO POR BANCOS PRIVADOS (2013-2017) | 33 |
| TABLA 6: TABLA RESUMEN DE LAS TASAS DE INTERÉS OTORGADO POR PARTE DE BANCOS PRIVADOS AL SECTOR BANANERO ACUMULADO ÚLTIMOS 5 AÑOS | 34 |
| TABLA 7: EVOLUCIÓN DEPÓSITOS QUE RECIBEN LOS BANCOS PÚBLICOS 2013-2017 (EN MILLONES DE USD) | 35 |
| TABLA 8: EVOLUCIÓN DESEMBOLSOS POR PARTE DE BANCOS PÚBLICOS 2013-2017 POR TIPO DE CRÉDITO | 36 |
| TABLA 9: EVOLUCIÓN DESEMBOLSOS POR PARTE DE BANCOS PÚBLICOS AL SECTOR AGROPECUARIO 2013-2017 (EN MILES DE USD) | 38 |
| TABLA 10: EVOLUCIÓN DESEMBOLSOS POR PARTE DE BANCOS PÚBLICOS AL SECTOR BANANERO 2013-2017 | 39 |
| TABLA 11: EVOLUCIÓN TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO OTORGADOS POR BANCOS PÚBLICOS (2013-2017) | 41 |
| TABLA 12: TABLA RESUMEN DE LAS TASAS DE INTERÉS OTORGADO POR PARTE DE BANCOS PÚBLICOS AL SECTOR BANANERO (2013-2017) | 42 |
| TABLA 13: EVOLUCIÓN RIESGO PAÍS DE LOS PRINCIPALES DESTINOS DE LAS EMPRESAS OFF-SHORE (2013-2017) | 45 |
| TABLA 14: TABLA RESUMEN DE LAS TASAS DE INTERÉS POR PARTE DE EMPRESAS OFFSHORE | 45 |
| TABLA 15: RESUMEN COSTOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE FUENTES DE FINANCIAMIENTO TRADICIONALES, PERIODO 2013-2017 | 46 |
| TABLA 16: TABLA RESUMEN DE EFECTIVIDAD DE LOS PAPELES DE RENTA FIJA (CALIFICACIONES DE RIESGO HISTÓRICOS A NOVIEMBRE DE 2018) | 49 |
| TABLA 17: PROSPECTOS DE EMISIÓN APROBADOS POR LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS (2013-2017) | 50 |
| TABLA 18: TABLA RESUMEN DE LOS COSTOS TOTALES POR MONTO Y CALIFICACIÓN DE RIESGO DE EMITIR OBLIGACIONES EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO (2013-2017) | 55 |

| | |
|---|----|
| TABLA 19: RESUMEN COSTOS PROMEDIOS PONDERADOS DE LA EMISIÓN OBLIGACIONES (2013-2017) | 56 |
| TABLA 20: TABLA RESUMEN DE LOS COSTOS DIRECTOS E INDIRECTOS PROMEDIOS DEL PAPEL COMERCIAL EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO (2013-2017) | 60 |
| TABLA 21: RESUMEN DE LOS COSTOS EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL | 61 |
| TABLA 22: TABLA RESUMEN DE LOS COSTOS DIRECTOS E INDIRECTOS DE LAS TITULARIZACIONES EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO (2013-2017) | 66 |
| TABLA 23: RESUMEN DE LOS COSTOS PROMEDIOS PONDERADOS DE LA EMISIÓN DE TITULARIZACIONES | 67 |
| TABLA 24: INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN ECUADOR, SECTOR AGROPECUARIO (2013-2017) | 71 |
| TABLA 25: RESUMEN COSTOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE FUENTES DE FINANCIAMIENTO NO TRADICIONALES, PERIODO 2013-2017 | 71 |
| TABLA 26: RESUMEN DE LOS ACTIVOS TOTALES DE LAS PRINCIPALES COMPAÑÍAS DEL SECTOR BANANERO SEGÚN SU INGRESO POR CIU REV 4.0, A0122.01, G4630.11 (EN MILES DE USD) | 74 |
| TABLA 27: RESUMEN DE LOS PASIVOS TOTALES Y PATRIMONIO DE LAS PRINCIPALES COMPAÑÍAS DEL SECTOR BANANERO SEGÚN SU INGRESO Y POR CIU REV 4.0, A0122.01, G4630.11 (EN MILES DE USD) | 75 |
| TABLA 28: EVOLUCIÓN PRINCIPALES INDICADORES DE RENTABILIDAD DE LAS COMPAÑÍAS DEL SECTOR BANANERO POR CIU REV 4.0 A0122.01, G4630.11 (2013-2017) | 76 |
| TABLA 29: EVOLUCIÓN PRINCIPALES INDICADORES DE LIQUIDEZ DE LAS COMPAÑÍAS DEL SECTOR BANANERO POR CIU REV 4.0 G4630.11 (2013-2017) | 76 |
| TABLA 30: EVOLUCIÓN PRINCIPALES INDICADORES DE APALANCAMIENTO DE LAS COMPAÑÍAS DEL SECTOR BANANERO POR CIU REV 4.0 G4630.11 (2013-2017) | 76 |
| TABLA 31: TABLA RESUMEN COSTOS DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR BANANERO, SECTOR TRADICIONAL Y NO TRADICIONAL | 78 |
| TABLA 32: SIMULACIÓN DE CRÉDITO, FUENTE DE FINANCIAMIENTO TRADICIONAL | 79 |
| TABLA 33: SIMULACIÓN DE CRÉDITO, FUENTE DE FINANCIAMIENTO NO TRADICIONAL | 80 |

Índice de Gráficos

| | |
|---|----|
| GRÁFICO 1: DISTRIBUCIÓN DE LA SIEMBRA DE BANANO POR TIPO DE PRODUCTOR | 10 |
| GRÁFICO 2: ESTRUCTURA BÁSICA DE UNA EMPRESA | 19 |
| GRÁFICO 3: PARTICIPACIÓN FUENTES DE FINANCIAMIENTO EN ECUADOR (CENSO ECONÓMICO 2010) | 25 |
| GRÁFICO 4: PARTICIPACIÓN ACUMULADA POR SECTOR ECONÓMICO EN EL TOTAL DE DESEMBOLSOS POR PARTE DE BANCOS PRIVADOS (2013-2017) | 28 |
| GRÁFICO 5: PARTICIPACIÓN ACUMULADA EN EL TOTAL DE DESEMBOLSOS POR TIPO DE ACTIVIDAD QUE SE OTORGÓ AL SECTOR BANANERO POR PARTE DE BANCOS PRIVADOS (2013-2017) | 32 |

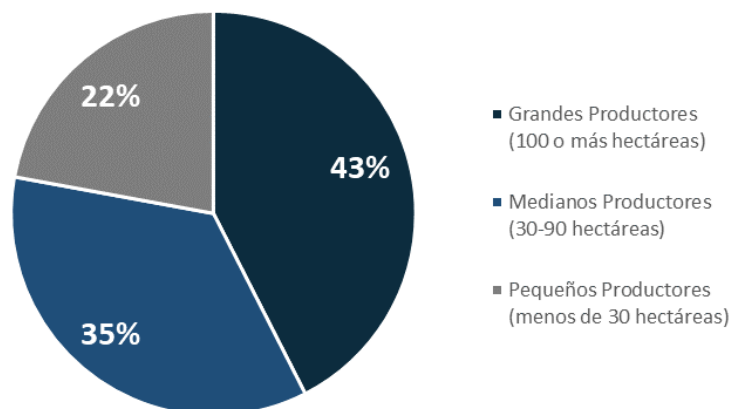
| | |
|--|-----------|
| GRÁFICO 6: PARTICIPACIÓN ACUMULADA POR BANCOS PRIVADOS EN EL TOTAL DE DESEMBOLSOS AL SECTOR BANANERO (2013-2017) | 32 |
| GRÁFICO 7: PARTICIPACIÓN ACUMULADA POR SECTOR ECONÓMICO EN EL TOTAL DE DESEMBOLSOS POR PARTE DE BANCOS PÚBLICOS (2013-2017) | 37 |
| GRÁFICO 8: PARTICIPACIÓN ACUMULADA POR BANCOS PÚBLICOS EN EL TOTAL DE DESEMBOLSOS AL SECTOR BANANERO (2013-2017) | 40 |
| GRÁFICO 9: PARTICIPACIÓN ACUMULADA EN EL TOTAL DE DESEMBOLSOS POR TIPO DE ACTIVIDAD QUE SE OTORGÓ AL SECTOR BANANERO POR PARTE DE BANCOS PÚBLICOS (2013-2017) | 40 |
| GRÁFICO 10: FUNCIONAMIENTO GENERAL DEL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE EMPRESAS OFFSHORE | 44 |
| GRÁFICO 11: PAPELES NEGOCIADOS EN EL MERCADO DE VALORES DE ECUADOR | 48 |
| GRÁFICO 12: PARTICIPACIÓN PRINCIPALES COMPRADORES DE PAPELES DE RENTA FIJA Y RENTA VARIABLE EN EL MERCADO DE VALORES | 51 |
| GRÁFICO 13: PROCESO PARA LA APROBACIÓN Y COLOCACIÓN DE UNA EMISIÓN DE OBLIGACIONES | 54 |
| GRÁFICO 14: PROCESO PARA LA APROBACIÓN Y COLOCACIÓN DE UN PAPEL COMERCIAL | 59 |
| GRÁFICO 15: PROCESO PARA LA APROBACIÓN Y COLOCACIÓN DE UNA EMISIÓN DE TITULARIZACIÓN | 65 |
| GRÁFICO 16: FUNCIONAMIENTO DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN ECUADOR | 69 |
| GRÁFICO 17: INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN ECUADOR, SECTOR AGROPECUARIO (2013-2017) | 70 |
| GRÁFICO 18: INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN ECUADOR, SECTOR AGROPECUARIO (2013-2017) | 70 |
| GRÁFICO 19: PROPUESTA PARA EL FORTALECIMIENTO DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO NO TRADICIONALES | 84 |

Introducción

Los bananos y plátanos son cultivos perennes procedentes del sudeste asiático, su historia se remonta cerca de 10.000 años atrás. En el siglo XV, comenzó la siembra y cosecha de banano, la cual fue traída a través de colonizadores y misiones desde Europa, estos cultivos se caracterizan por crecer con rapidez y cosecharse durante todo un año (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo [UNCTAD], 2016).

La agricultura, según el (Banco Central del Ecuador [BCE], 2018), entre los años 2013 a 2017 ha tenido una participación promedio del 7,6% del Producto Interno Bruto (PIB) a precios constantes y un crecimiento promedio del 3,1% en los últimos 4 años. Según (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos [INEC], 2018), la agricultura es la principal fuente de trabajo, empleando al 29,3% de la población económicamente activa. Actualmente el banano es el principal producto de exportación agrícola en Ecuador, según PROECUADOR (2018) se producen las especies Musa Acuminata (consumo fresco banano) y Musa Balbisiana (consumo cocido-plátano). Para el año 2017, según PROECUADOR (2018) y el BCE (2018), las exportaciones de banano y plátano representaron el 35,3% del PIB agrícola y 2,9% del PIB total. En Ecuador, las exportaciones no petroleras según el BCE (2018), representan para el año 2017 el 64% de las exportaciones totales, con un crecimiento promedio del 4,5%, siendo el año 2014, el de mayor crecimiento (17%) y los años 2015-2016 con un decrecimiento del 6,3% y 2,8% respectivamente. Según el (Ministerio de Agricultura y Ganadería [MAG], (2018). En Ecuador hay 4.473 productores de banano, quienes han sembrado 162.236 hectáreas (Véase el Gráfico 1), la distribución por tipo de productor es la siguiente:

Gráfico 1: Distribución de la siembra de banano por tipo de productor



Fuente: Ministerio de Agricultura y Ganadería (MAG)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

El Sector formal del sector bananero según los CIIU¹ A0122.01 y G4630.11 (cultivo y venta al por mayor de banano y plátano) está compuesto por 776 empresas formales de los cuales 550 se encuentran operativas y registraron ingresos en el último periodo fiscal 2017, el resto de compañías se encuentran en procesos de liquidación o no registraron ingresos (Superintendencia de Compañías [SUPERCIAS], 2018).

La composición empresarial del sector bananero formal está compuesta en un 53% de micro y pequeñas empresas y tan solo el 17% son consideradas empresas grandes. Sin embargo, el patrimonio del 91% de las empresas son menores a los USD 5 millones, lo cual puede llegar a generar problemas para obtener financiamiento por parte de instituciones del sector financiero tradicional y no tradicional (SUPERCIAS, 2018).

Según INEC (2010), en el Censo Nacional Económico, las fuentes de financiamiento preferidas por empresarios ecuatorianos a nivel nacional se desglosan de la siguiente manera, la institución privada (Bancos, Cooperativas, Mutualistas, etc.) representa el 61% de las fuentes de financiamiento, instituciones públicas 12% (IESS, ISSFA, Bancos y Ministerios), Gobierno 4% (Subsidios), Instituciones no reguladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros 5%, otras fuentes de financiamiento con garantía 7% y otras fuentes de financiamiento sin garantía 11%.

La principal fuente de financiamiento para las empresas formales del sector bananero es aquella considerada “tradicional”, entre estas se encuentran instituciones financieras públicas (Corporación Financiera Nacional, BanEcuador) e instituciones financieras privadas (bancos privados, cooperativas) y empresas offshore. En el segundo semestre del 2017, según el MAG (2018), el crédito agropecuario por parte de instituciones privadas fue alrededor de USD 655 millones, de los cuales los bancos privados tuvieron una participación de alrededor del 64% mientras que las cooperativas representaron alrededor del 36%. El 18% del crédito otorgado por parte de instituciones privadas fue para el sector bananero, siendo esta la actividad agrícola con mayor crédito otorgado. Por parte de instituciones públicas, se otorgó financiamiento por USD 272,30 millones de los cuales el 95% del total se colocó a través de BanEcuador (USD 259,90 millones) y tan solo el 5% del total de créditos por la CFN. En la banca pública del total de créditos otorgados, tan solo USD 5,35 millones se colocaron en el sector bananero, lo que representa el 1,96% del total de crédito colocado por instituciones públicas.

El sector bananero formal también ha acudido en menor proporción a otras fuentes de financiamiento, que pueden ser consideradas como “no tradicionales”, es decir, aquellas fuentes que no son comúnmente utilizadas debido, principalmente a su alto costo, o por el desconocimiento por parte de productores, intermediarios, empresarios y exportadores. En esta categoría se va a describir a todas aquellas operaciones que se transan a través de Mercado de Valores y la Inversión Extranjera Directa (IED), las cuales provienen de instituciones internacionales como bancas de inversión, bancos privados extranjeros, instituciones gubernamentales o públicas. Actualmente, la compañía ecuatoriana REYBANPAC es la única

¹ Clasificación Industrial Internacional uniforme de las Naciones Unidas revisión 4.0

empresa del sector bananero que ha emitido títulos de bolsa. Esta compañía realizó dos operaciones de renta fija, una emisión de obligaciones por USD 35 millones y una oferta de papel comercial por USD 10 millones, ambas aprobadas por la Superintendencia de Compañías el 8 de octubre del 2013. Sin embargo, ninguna otra compañía del sector bananero ha utilizado mecanismos de financiamiento alternativo como facturas comerciales, letras de cambio (avales bancarios), Obligaciones convertibles a acciones (OCAs) y derivados financieros como contratos futuros (inexistente en el Ecuador, pero aprobado en el código orgánico monetario y financiero, libro 2). Por lo tanto, se vuelve indispensable investigar las razones por las cuales fuentes de financiamiento no tradicional, como son los principales productos de mercado de valores, no han sido utilizadas para el financiamiento de empresas del sector bananero ecuatoriano. Asimismo, es importante conocer los costos de oportunidad y las políticas que permitirían potenciar su uso y contribuir al desarrollo económico de este sector clave para la economía ecuatoriana.

El estudio busca realizar un breve análisis de las principales fuentes de financiamiento del sector bananero y encontrar el costo de oportunidad al optar por las fuentes no tradicionales. Se escogió a las empresas formales del sector bananero debido a su importancia dentro de la economía ecuatoriana incluyendo las exportaciones. Adicionalmente, se tomó en consideración el peso que tiene en el empleo nacional y por ende en el ingreso y consumo de los agricultores ecuatorianos. Analizar dicho costo de oportunidad permitirá identificar las razones por las cuales el financiamiento no tradicional no se ha desarrollado y se ha utilizado escasamente por las empresas del sector bananero. Como aporte final, el estudio propondrá una lista con las estrategias clave para impulsar las fuentes de financiamiento no tradicionales dentro del sector bananero.

El periodo escogido es entre los años 2013-2017, principalmente por la disponibilidad de información dentro de las plataformas informáticas para compañías del sector bananero, tanto para fuentes de financiamiento tradicional como no tradicional. Por parte de las fuentes de financiamiento no tradicional, se escoge este periodo porque la información de costos de emisión es más exacta que en periodos anteriores al 2013, esto se debe a que a mediados del año 2012 se introducen dentro de los prospectos de emisión de renta fija y renta variable, los costos de emisión incurridos a partir de la resolución número CNV.03.2012 de la Superintendencia de Compañías el 4 de abril del 2012. Otro de los motivos por los cuales se estudia este periodo es la coyuntura económica de Ecuador entre los años 2013-2014, periodo en el cual se gozaba de una estabilidad superficial puesto que la economía todavía dependía de su principal producto de exportación, el petróleo y el elevado e insostenible gasto público. A finales del año 2014, según el BCE (2018), el precio por barril exportado cae desde los USD 72 hasta los USD 47, lo cual generó que a inicios del año 2015 los ingresos estatales se reduzcan considerablemente. Esto último, acompañado por otros shocks externos e internos, generaron un periodo de recesión económica al año 2017. Adicionalmente, según la, por parte de instituciones financieras se realizaron desembolsos por USD 1.901 millones en julio del 2014 y estos decrecieron a USD 1.087 millones en julio del 2015 (alrededor del 42,83% con respecto al periodo anterior) (Superintendencia de Bancos [SPB], 2018). En este periodo, se crea el mejor escenario para analizar como varían los costos de financiamiento no tradicional ante una caída en la colocación por parte de las fuentes de financiamiento tradicional. En adición, el gobierno central buscó

nuevas medidas de financiamiento por parte de instituciones no tradicionales, por lo que comenzó a promoverse el mercado de valores a través del ministerio de Finanzas, durante 2017 y 2018, y se propuso una política de atracción de Inversión Extranjera Directa a través de la reducción del Impuesto a la Salida de Divisas. Por lo tanto, se reitera la importancia del periodo seleccionado con el fin de evidenciar los efectos de estas políticas.

El estudio procura incorporar valor agregado, en tanto que se busca identificar la estructura de financiamiento del sector bananero y realizar un primer análisis de este sector en base al costo de oportunidad de sus fuentes de financiamiento tradicionales y no tradicionales, los cuales ayudarán a identificar la importancia del mismo para el desarrollo agrícola más importante del Ecuador. Adicionalmente, se pretende dar paso a nuevos estudios sobre el sector en base a la información recopilada.

Metodología del trabajo

Descripción de la metodología

Tipo de Investigación

El tipo de investigación es de carácter descriptivo explicativo, ya que se pretende realizar un estudio de las fuentes de financiamiento del sector bananero específicamente en su costo en los últimos cinco años y finalmente identificar el costo de oportunidad asociado a las fuentes de financiamiento no tradicionales. Por lo tanto, dentro del estudio los dos primeros capítulos de investigación serán netamente descriptivos y el tercero va a calcular el costo de oportunidad del financiamiento no tradicional en base a lo expuesto.

Procedimiento metodológico

En la primera parte del trabajo de investigación se analizarán los costos directos e indirectos que se han otorgado al sector bananero mediante fuentes de financiamiento tradicionales desde el año 2013 hasta el 2017. En este punto se procesará la información recopilada para varios años y se realizará una evaluación de las colocaciones referente al sector bananero, plazos, tasas de interés, entre otros indicadores. Adicionalmente, se analizará el financiamiento que reciben productores del sector bananero a través de empresas offshore (propietarias de las empresas exportadoras de banano). La finalidad de la primera parte del trabajo de titulación es describir los costos de financiamiento por fuentes tradicionales por los cuales el sector bananero incurre al momento de escoger financiamiento por esta vía.

En la segunda parte, se recopilarán y analizarán los prospectos de emisiones de renta fija y renta variable de todos los emisores de mercado de valores. Se extraerán los costos de emisión de cada prospecto, se creará una base de datos de costos de emisión en base al plazo, calificación de riesgo, monto, fecha de emisión y casa de valores, el valor agregado de esta parte de la disertación es ofrecer a la facultad una serie de datos sobre los costos directos e indirectos entre los años 2013-2017 según lo reportado por las casas de valores. Finalmente, se introducirá a la IED (solo incluye aquel financiamiento que toma en consideración el riesgo país ecuatoriano) como fuente de financiamiento no tradicional complementario. Finalmente, como complemento para poder calcular los costos promedios por esta vía se describirá la cantidad de activos y patrimonio promedio de las empresas formales del sector bananero, la información va a tener un sustento de la base de datos de la Superintendencia de Compañías y Seguros. La finalidad de la segunda parte de este capítulo es recopilar, procesar y presentar información de costos de las fuentes de financiamiento no tradicional a partir de fuentes oficiales.

Finalmente, en la tercera parte, se realizará un análisis de los principales índices financieros entre los cuales se va a ser énfasis en la rentabilidad (ROE, ROA), liquidez (Prueba Ácida, Razón de Liquidez) y apalancamiento (Deuda/Ebitda, Relación Deuda/Capital, Relación Deuda/Activos, Relación Activos/Patrimonio). Seguidamente se calculará el costo de oportunidad del financiamiento no tradicional a través de un análisis comparativo con la información recopilada en la primera y segunda parte de esta disertación desde un enfoque de costos (directos e indirectos). Para ello se calculará un delta o diferencia teórica (a través de tasas, montos y plazos) entre incurrir fuentes tradicionales y no tradicionales. Adicionalmente, Para fortalecer este análisis se realizará una simulación de crédito a través de tablas de amortización, por lo que se traerá a valor presente los costos de obtener financiamiento a través de fuentes no tradicionales y tradicionales. Una vez realizada la simulación de crédito se analizarán las distintas estrategias para impulsar las fuentes de financiamiento no tradicionales a partir del costo de oportunidad, por lo que se estructurará una lista altamente detallada y sustentada con las recomendaciones para fomentar la participación del sector bananero dentro de las fuentes de financiamiento no tradicionales.

Fuentes de información

En la primera parte de la disertación, se obtendrá la información bancaria a través de la plataforma Reditum² la cual recopila la información de índices, originación y estados financieros del sector financiero tradicional (bancos públicos y privados, mutualistas y cooperativas). Se van a recopilar los créditos otorgados por parte del sector financiero tradicional, su liquidez, rendimiento y el sector productivo al cual fue dirigido. Adicionalmente a la plataforma Reditum, se recurrirá a los boletines mensuales de crédito sector público y sector privado al sector agrícola realizado por Ministerio de Agricultura y Ganadería, para

² Empresa proveedora de información financiera

el breve análisis del financiamiento de los productores del sector bananero con empresas offshore en paraísos fiscales se obtendrán datos sobre el riesgo país en la página web del banco JP-Morgan y testimonios de expertos en el tema. Seguidamente en la segunda parte del trabajo, se usará información relacionada con las fuentes de financiamiento no tradicional. En una primera instancia se recurrirá a la Bolsa de Valores de Guayaquil, la cual otorgará los prospectos de emisión de Renta Fija y Renta Variable. A través de estos se obtendrán datos reales de los costos de emisión en el Mercado de Valores. Para el caso de los costos estimados de valores genéricos se obtendrá información de la casa de valores ACCIVAL S.A. Para la información de Inversión Extranjera Directa se conseguirá de la Superintendencia de Bancos y el Banco Central para conocer a fondo la inversión extranjera directa dirigida al sector bananero y los requerimientos de la misma.

Finalmente, en la tercera parte de la disertación, la información referente a las compañías del sector bananero y su estructura empresarial, se procesará la información obtenida de la Superintendencia de compañías, específicamente se recopilará la base consolidada de los estados financieros auditados anuales de los últimos 5 años. Pérez, Rivera y Solís (2015) plantean las recomendaciones para fortalecer los mecanismos de financiamiento a través de fuentes no tradicionales se recurrirán principalmente a dos estudios, el primero es un análisis del mercado de valores ecuatoriano como fuente de inversión para las PYMES y un análisis realizado por la SUPERCAS (2016) sobre las emisiones de oferta pública de valores en Ecuador.

Preguntas de investigación

Pregunta General:

¿Cuál es el costo de oportunidad de las fuentes de financiamiento no tradicionales del sector bananero ecuatoriano dentro del periodo 2013-2017?

Preguntas Específicas:

¿Cuáles son los costos del financiamiento tradicional dentro del desarrollo económico de las empresas del sector bananero en el periodo 2013-2017?

¿Cuáles son los costos del financiamiento no tradicional dentro del desarrollo económico de las empresas del sector bananero en el periodo 2013-2017?

¿Cuáles son las estrategias clave para impulsar las fuentes de financiamiento no tradicional para el sector bananero ecuatoriano en base a su costo de oportunidad?

Fundamentación teórica

El desarrollo de la disertación contará con una serie de conceptos (Marco teórico) que permitirán realizar un correcto análisis del costo de oportunidad de las fuentes de financiamiento no tradicionales y, por consiguiente, encontrar y determinar las estrategias claves para incentivar el uso de las mismas. Este capítulo estará dividido en 3 secciones que permitirán responder a la problemática de la investigación. La primera sección describirá la importancia del capital, la teoría que hay alrededor del concepto de oportunidad y la importancia de su cálculo. En una segunda instancia, se abordarán conceptos y teorías relacionadas a la importancia de la estructura financiera de una empresa y el rol y la importancia de los distintos tipos de mercados. Finalmente, se describirá la importancia del financiamiento, su acceso y problemas de acceso, por lo que se describirán conceptos relacionados al análisis de riesgo y las tasas de interés. Por lo tanto, una vez presentado toda la fundamentación teórica, comenzará la parte práctica de la disertación.

Los factores de la producción y el capital

Partiendo de los aportes de Adam Smith y David Ricardo en relación al concepto de la división del trabajo y la productividad marginal decreciente de los factores productivos, y considerando inicialmente una perspectiva circular de la economía y del mercado de factores se abordarán como primer concepto fundamental, los factores de la producción clásicos. Mankiw (2007:24), menciona que los factores de la producción clásicos son aquellos factores que se utilizan para la producción de bienes y servicios. Se dividen en 3 principales, estos son trabajo, capital, tierra. Partiendo desde una perspectiva de flujo circular de la economía, el factor trabajo según Mankiw (2007:25), se rige bajo la oferta y demanda otros sectores de la economía. Donde las empresas son aquellas que demandan trabajo y los hogares son aquellos que lo ofrecen. Por lo tanto, a medida que las empresas son capaces de aumentar su capacidad productiva por trabajador, van a requerir la contratación de nuevos trabajadores. Es decir, los empresarios van a tomar las decisiones sobre los factores de capital y tierra cuando aumentan su factor de producción trabajo.

Adicionalmente, según Beker & Mochón (1994:83), dentro de los factores de la producción modernos, que van en adición a los factores clásicos, es la iniciativa empresarial la cual explica que es aquella capacidad de distribución eficiente de los recursos de la empresa, por lo que este factor es uno de los más importantes para la producción ya que este depende de la iniciativa y la innovación empresarial. El concepto de capital fue analizado principalmente por Carlos Marx a mediados del siglo XIX, el objetivo principal del capitalista es la acumulación de la riqueza por lo que para poder conseguir ese objetivo se produce un bien y se lo vende manteniendo una ganancia y es el obrero quien trabaja utilizando los materiales otorgados por el capitalista, a cambio el capitalista le da un salario al obrero. La diferencia entre la ganancia total y el salario que le paga al obrero es la plusvalía (Smelser, 1975). En adición al concepto tradicional, el capital es un sinónimo de valor y este puede ser tangible como es el caso del dinero físico e

intangibles por el lado de los conocimientos y capacidades de las personas, según Navarro (2005), hay una gran variedad de tipos de capital. Estos se dividen en: físico, financiero, organizacional, social, humano, cognitivo, simbólico, cultural, cívico, psicosocial y sinérgico.

El concepto de capital es amplio ya que según Becker & Mochón (1994:89) dentro de los factores de la producción si bien se puede utilizar para describir aquellas herramientas físicas que son esenciales para la producción también se puede describir al capital que actúa de forma directa e indirecta al capital físico, tal es el caso del capital humano y financiero. Al existir una gran gama de tipos de capital, dentro del desarrollo de la disertación se va a centrar en tres tipos de capital (humano, físico y financiero). Según Mankiw (2007:25), el capital normalmente se refiere a la maquinaria y herramientas que se usan en la producción, este concepto también está condicionado a la demanda del mercado (Abarazúa, 2005). Por lo tanto, se debe considerar al menos 3 tipos, el primero es el físico o real, el segundo es el humano y el tercero el financiero. (Becker & Mochón, 1994:90)

El capital físico o real son aquellas herramientas o maquinarias que se usan para la producción, por ejemplo, una máquina que se dedica a la producción de zapatos deportivos de una compañía manufacturera de ropa deportiva. Por el otro lado, el capital humano es la educación y conocimientos que una persona tiene para generar valor. Boiser (2002) plantea que el capital humano está relacionado con el stock de conocimientos que ha recibido un individuo y su capacidad de aplicación a los procesos productivos. Finalmente, el capital financiero es aquellos activos financieros que tiene la compañía para apalancarse en el corto (liquidez) y largo plazo (solvencia) (Becker & Mochón, 1994). Este último, además, según Navarro (2005) está asociada al mercado de capitales, y a los mercados de dinero.

Teoría de Costos

A partir de un enfoque de la producción, los costos son aquellos gastos económicos que se realizan para la elaboración de un producto, oferta de servicios, entre otras actividades. Por lo tanto, para Nicholson (2005), los costos se dividen en contables y económicos, por lo que hace hincapié en la diferencia de ambos, el primero hace referencia a los gastos erogados, costos históricos y otros asientos contables. Por el otro lado, el costo económico se refiere al costo mínimo de un factor de producción que es necesario para una producción eficiente de recursos o servicios. Adicionalmente, según Nicholson (2005), los costos se clasifican a partir de su tiempo de reacción y flexibilidad, por lo que se clasifican en corto y largo plazo. Los primeros hacen referencia al corto tiempo de acción por parte de un agente económico, y los segundos el periodo de reacción es más amplio.

Relacionado a los costos de corto y largo plazo, estos pueden ser subdivididos en dos tipos, variables y fijos. Los primeros hacen referencia a aquellos, que no dependen de su producción; en cambio, los costos variables varían dependiendo la producción (Nicholson, 2005) Partiendo del concepto de costos según Varian (2010), nace un concepto fundamental para la eficiencia de la producción: la minimización de

costos. Este estado de eficiencia asignativa se produce cuando la curva isocuanta encuentra la recta isocoste más baja posible, posibilitando una producción eficiente, al costo más bajo posible. A partir de la minimización de costos, nacen dos conceptos fundamentales: los costos marginales, el cual otorga la variación de los costos por el incremento en una unidad de producción, y los costos medios, el costo promedio por producir una unidad.

Una vez clasificado los costos según su periodicidad, producción y eficiencia, a partir desde una perspectiva económica y empresarial, según Díaz (2000), los costos se catalogan dependiendo su naturaleza, función, vinculación y toma decisión, sin embargo, cada empresa cataloga su clasificación de costos dependiendo al ambiente en el que encuentran sus necesidades financieras y contables. Feliu y Sanchis (1989) determinan que los costos se clasifican dependiendo su valor y estos son:

1. Costos diferenciales: Es la diferencia de costos de dos alternativas distintas, este coste también se lo denomina marginal ya que se busca saber la variación del coste de producción en una unidad.
2. Costes relevantes e irrelevantes: Son aquellos costos variables y fijos que juegan dentro del papel de la empresa, dentro de los costes irrelevantes también está el concepto del coste hundido.
 1. Costos controlables o incontrolables: Los primeros son costes sobre los que las empresas pueden tener o no influencia en un periodo de tiempo.
 2. Costos de desembolso: Estos son aquellos costes que generan un pago en el momento actual.
 3. Costos de oportunidad: la renuncia a un bien para obtener el beneficio de otro. Explicado a profundidad en el siguiente apartado.

El Costo de oportunidad como el cálculo para el rendimiento de un proyecto

El concepto de costo de oportunidad según Burch & Henry (1974) nace con Frederich von Wieser quien explica que el valor de un factor de la producción puede llegar a ser definido en términos de su coste de oportunidad, es decir el costo de renunciar a un bien determinado. Este tema se complementa con Samuelson & Nordhaus (1986) quien explica que el costo de oportunidad es sacrificar un bien o servicio por otro de mayor valor, este concepto es de gran importancia ya que puede ser aplicado tanto a lo económico como lo social, político y ambiental. Para explicar de mejor manera el concepto de coste de oportunidad se realizará un ejemplo. Supongamos que una empresa desea realizar una inversión en un activo fijo, por lo que recurrirá a dos tipos de fuentes de financiamiento, la una es a través de mercado de valores y la segunda a través de una entidad bancaria. En el primer caso si recurre a mercado de valores al corto plazo, el retorno de su inversión va a ser mayor que al largo plazo, pero por el otro lado si la compañía utiliza el sector bancario al largo plazo su valor actual como retorno de la inversión va a ser más

alta que la de la casa de valores en el corto plazo, en este caso el costo de oportunidad de elegir el mercado de valores va a ser la renuncia a un retorno mucho mayor al largo plazo.

Estructura financiera empresarial

Analizar la estructura de una empresa es vital para poder realizar un correcto análisis y proyecciones a futuro de las compañías y de la industria. Por lo tanto, Según Rovayo (2005) desde una perspectiva empresarial, las empresas buscarán maximizar su beneficio y la de sus accionistas y esto no solo se basa en la obtención de las ganancias, sino la de generar valor y realizar inversiones eficientes. Por lo tanto, es vital analizar cómo es la estructura básica de una empresa para entender más a fondo el análisis. Según Rovayo (2005), una compañía está dividida en los Activos, la combinación del uso de recursos propios y la de terceros; Los Pasivos, son los recursos de terceros y estos se dividen en dos según su temporalidad, corrientes y no corrientes; El Patrimonio, el uso de Recursos propios (Véase el Gráfico 2). Por lo tanto, es importante analizar la estructura empresa para entender el funcionamiento de la misma y como es su financiamiento.

Gráfico 2: Estructura básica de una empresa

| | |
|----------------------------|---------------------------------|
| ACTIVOS Uso de Recursos | PASIVOS Recursos de Terceros |
| | PATRIMONIO Recursos Propios |

Fuente: Gabriel Rovayo Vera – Finanzas Para Directivos

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Como se mencionaba anteriormente, el objetivo de una empresa no es solo la de generar ganancias, sino la de crear valor, por lo tanto, su financiamiento va a estar de acorde a la temporalidad. Una empresa puede financiarse según sus objetivos, según Rovayo (2008), este se divide en dos; El primero es el corto plazo, desde la perspectiva de las finanzas, el financiamiento de los activos corrientes, los cuales se traducen en las Necesidades Operativas de Fondos (NOF), es decir, los recursos que las empresas necesitan en un año fiscal para su funcionamiento. Por el otro lado, el financiamiento al largo plazo, es el financiamiento de los activos no corrientes, es decir la inversión activos fijos.

Mercados financieros

El financiamiento dentro de la estructura empresarial es de gran importancia ya que permite que se cumplan los objetivos de corto, mediano y largo plazo, tanto para realizar una reestructuración de pasivos, aumentarla capacidad productiva a través de inversiones en activo fijo o simplemente para cubrir capital de trabajo. Según Scott Besley (2008), los mercados financieros son de gran importancia ya que estos facilitan recursos a los individuos, empresas y gobiernos para poder sustentar sus necesidades de corto, mediano y largo plazo. Ehrhardt y Brigham (2007) reconocen una gran variedad de mercados dentro de una economía desarrollada, entre los más importantes son:

1. Mercados de activo físico: Estos mercados de activo real o aquellos activos tangibles, comprende al intercambio de activos físicos como computadoras, terrenos, metales preciosos entre otros. Ehrhardt y Brigham (2007).
2. Mercados de dinero y de capitales: En estos mercados se tranzan papeles de deuda, acciones, entre otros instrumentos financieros, según Parsons & Besley (2008) los mercados de dinero, son todos aquellos instrumentos de deuda que se realizan en el corto plazo y su finalidad es la de proveer liquidez inmediata a la empresa. La segunda división son los instrumentos de deuda de largo plazo, es decir aquellos que son mayores a un año y su finalidad es la de transferir excedentes o déficit de efectivo al largo plazo.
3. Mercados al contado y los mercados de futuros: En estos mercados se tranzan aquellos activos que son de entrega inmediata, tal es el caso de:
 - a. Futuros: instrumentos negociados en bolsa que establece una obligación para los contratantes en un periodo adelantado. Por ejemplo, un contrato de producción de zumo de maracuyá a un precio establecido 4 meses antes a una compañía procesadora, al final del periodo, la empresa contratante tiene la obligación de realizar la compra al precio previamente establecido, la finalidad es la reducción de riesgos (Gray & Place, 2018).
 - b. Opciones: A diferencia de los futuros son una opción de compra donde el tenedor del contrato tiene el derecho de realizar la compra, mas no la obligación de realizarla. Estos instrumentos son negociados tanto en los mercados OTC como en la bolsa de valores (Gray & Place, 2018)
 - c. Swaps: Se establece un tipo de cambio acordado en el presente para realizar una transacción futura al precio establecido, por ejemplo, dos instituciones financieras que tienen dos divisas diferentes acuerdan tranzar a un cambio establecido (Gray & Place, 2018).

- d. Otros instrumentos financieros: Otros papeles de valores negociados fuera de bolsa (OTC) como forwards (Gray & Place, 2018).
4. Mercados hipotecarios: Ehrhardt y Brigham (2007) mencionan que en estos mercados se tranzan aquellos papeles que son dedicados para el consumo final, tal es el caso de préstamos para financiar compra de automóviles, bienes raíces, entre otros.
5. Mercados mundiales, nacionales, regionales y locales: Ehrhardt y Brigham (2007) nombran estos mercados en relación a la organización su alcance.
6. Mercados primarios: Son aquellos que se tranzan papeles de deuda, acciones, entre otros instrumentos financiero por primera vez en el mercado.
7. Mercado de oferta pública inicial: Según Ehrhardt y Brigham (2007) estos mercados son una subcategoría del mercado primario, estos mercados se caracterizan por ofertarse aquellos papeles que son emitidos por primera vez, por ejemplo, las primeras acciones de corporación favorita en el mercado de valores ecuatoriano
8. Mercados secundarios: En estos mercados se tranzan papeles de deuda, acciones, entre otros instrumentos financieros ya en circulación, por ejemplo, la compra de acciones de Corporación La favorita a otro tenedor.
9. Mercados privados: Estos mercados se diferencian de los mercados públicos puesto que ya se efectúa la transacción entre dos partes su estructura se basa en un beneficio consensuado, por ejemplo, la compra y venta de Lácteos Toni a Arca Continental. Por el otro lado, los mercados públicos se negocian papeles e instrumento financieros ya estandarizados y bien organizados, tal es el caso de los préstamos bancarios.

Mercados financieros

El financiamiento dentro de la estructura empresarial es de gran importancia ya que permite que se cumplan los objetivos de corto, mediano y largo plazo, tanto para realizar una reestructuración de pasivos, aumentarla capacidad productiva a través de inversiones en activo fijo o simplemente para cubrir capital de trabajo. Según Scott Besley (2008), los mercados financieros son de gran importancia ya que estos facilitan recursos a los individuos, empresas y gobiernos para poder sustentar sus necesidades de corto, mediano y largo plazo. Según Ehrhardt y Brigham. (2007) hay una gran variedad de mercados dentro de una economía desarrollada, entre los más importantes son:

1. Mercados de activo físico: Estos mercados de activo real o aquellos activos tangibles, comprende al intercambio de activos físicos como computadoras, terrenos, metales preciosos entre otros Ehrhardt y Brigham (2007).

2. Mercados de dinero y de capitales: En estos mercados se tranzan papeles de deuda, acciones, entre otros instrumentos financieros, según Parsons & Besley (2008) los mercados de dinero, son todos aquellos instrumentos de deuda que se realizan en el corto plazo y su finalidad es la de proveer liquidez inmediata a la empresa. La segunda división son los instrumentos de deuda de largo plazo, es decir aquellos que son mayores a un año y su finalidad es la de transferir excedentes o déficit de efectivo al largo plazo.
3. Mercados al contado y los mercados de futuros: En estos mercados se tranzan aquellos activos que son de entrega inmediata, tal es el caso de:
 - a. Futuros: instrumentos negociados en bolsa que establece una obligación para los contratantes en un periodo adelantado. Por ejemplo, un contrato de producción de zumo de maracuyá a un precio establecido 4 meses antes a una compañía procesadora, al final del periodo, la empresa contratante tiene la obligación de realizar la compra al precio previamente establecido, la finalidad es la reducción de riesgos (Gray & Place, 2018).
 - b. Opciones: A diferencia de los futuros son una opción de compra donde el tenedor del contrato tiene el derecho de realizar la compra, mas no la obligación de realizarla. Estos instrumentos son negociados tanto en los mercados OTC como en la bolsa de valores (Gray & Place, 2018)
 - c. Swaps: Se establece un tipo de cambio acordado en el presente para realizar una transacción futura al precio establecido, por ejemplo, dos instituciones financieras que tienen dos divisas diferentes acuerdan tranzar a un cambio establecido (Gray & Place, 2018).
 - d. Otros instrumentos financieros: Otros papeles de valores negociados fuera de bolsa (OTC) como forwards (Gray & Place, 2018).
4. Mercados hipotecarios: Según Ehrhardt y Brigham (2007), en estos mercados se tranzan aquellos papeles que son dedicados para el consumo final, tal es el caso de préstamos para financiar compra de automóviles, bienes raíces, entre otros.
5. Mercados mundiales, nacionales, regionales y locales: Ehrhardt y Brigham (2007) nombra estos mercados en relación a la organización su alcance.
6. Mercados primarios: Son aquellos que se tranzan papeles de deuda, acciones, entre otros instrumentos financiero por primera vez en el mercado.
7. Mercado de oferta pública inicial: Según Ehrhardt y Brigham (2007) estos mercados son una subcategoría del mercado primario, estos mercados se caracterizan por ofertarse aquellos

papeles que son emitidos por primera vez, por ejemplo, las primeras acciones de corporación favorita en el mercado de valores ecuatoriano

8. Mercados secundarios: En estos mercados se tranzan papeles de deuda, acciones, entre otros instrumentos financieros ya en circulación, por ejemplo, la compra de acciones de Corporación La favorita a otro tenedor.
9. Mercados privados: Estos mercados se diferencian de los mercados públicos puesto que ya se efectúa la transacción entre dos partes su estructura se basa en un beneficio consensuado, por ejemplo, la compra y venta de Lácteos Toni a Arca Continental. Por el otro lado, los mercados públicos se negocian papeles e instrumento financieros ya estandarizados y bien organizados, tal es el caso de los préstamos bancarios.

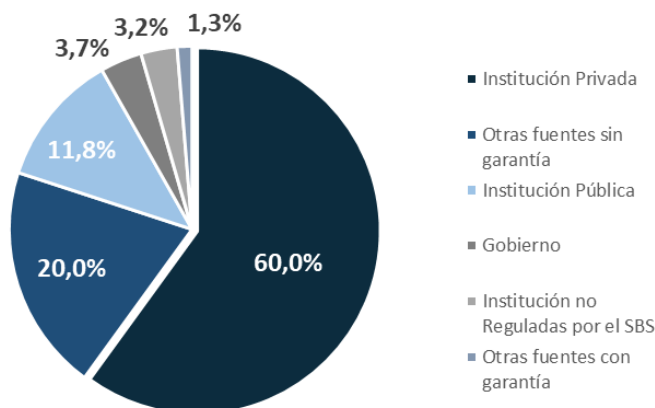
Capítulo I: Costos del financiamiento tradicional del sector bananero

El presente capítulo va a describir la estructura de las fuentes de financiamiento tradicionales (Banca pública, Banca Privada y empresas offshore), por lo que se analizará específicamente la participación del sector bananero dentro de la cartera de crédito, montos otorgados, costos directos e indirectos, garantías y requisitos promocionados por el sector tradicional. Para el financiamiento a través de empresas offshore se presentará un análisis deductivo del aparente funcionamiento de las fuentes que se valen los exportadores para conseguir financiamiento por esta vía y sus costos (recopilados a través de fuentes primarias y entrevistas a expertos). El análisis se realizará con el fin de obtener el costo promedio del financiamiento del sector bananero a través de fuentes de financiamiento tradicionales.

Costos del financiamiento tradicional de las empresas del sector bananero

El financiamiento es clave para alcanzar los objetivos económicos de corto y largo plazo, tanto para el sector privado como para el público. Desde una perspectiva público-privada, para el caso del sector agrícola, según Contreras y Saavedra (2001:25), el financiamiento está asociado a la evolución de la economía de un país (desde el desarrollo económico y social de las zonas rurales), por lo que es clave su calidad y destino. Seguidamente, el financiamiento es de vital importancia ya que permite estabilizar el flujo de efectivo de las empresas, es decir, le otorga más recursos cuando la compañía tiene un déficit o simplemente ayuda a ampliar sus capacidades de producción (The Hongkong and Shanghai Banking Corporation [HSBC], 2019). Finalmente, el financiamiento empresarial es clave ya que ayuda a expandir y optimizar la capacidad empresarial a través de inversiones con capital de terceros (Eficiencia) en investigación y desarrollo, Activos Fijos, etc. Por lo tanto, para el caso ecuatoriano, el financiamiento (dentro del estudio se va a profundizar en el sector bananero) permite cumplir con sus objetivos empresariales de corto y largo plazo, sin embargo, hay una gran necesidad de financiamiento por parte de todos los establecimientos a nivel nacional. Actualmente, según el INEC (2010), en general, el empresario ecuatoriano tiene una necesidad de financiamiento por USD 10.826 millones en 250.712 establecimientos. Por lo tanto, en base a lo expuesto es necesario el estudio de las fuentes de financiamiento ya que permitirán al investigador analizar las principales deficiencias del sistema financiero nacional.

Gráfico 3: Participación fuentes de financiamiento en Ecuador (Censo Económico 2010)



Fuente: Censo Nacional Económico 2010, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Las empresas ecuatorianas tienen una gran variedad de mecanismos financieros según su necesidad. Los tipos de financiamiento provienen de Instituciones privadas (60%), otras fuentes sin garantías³ (20%), instituciones públicas (11,8%), gobierno⁴ (3,7%), instituciones no reguladas por la Superintendencia de Bancos (SPB) y otras fuentes con garantía⁵ (INEC 2010). Según INEC (2010) La fuente de financiamiento más utilizada por el sector empresarial ecuatoriano son las instituciones privadas (Bancos Privados, Mutualistas, etc.) con el 60% del total del financiamiento (Véase el Gráfico 3). Del total de las fuentes de financiamiento para el sector bananero, pueden clasificarse en dos categorías según su uso. La primera es el financiamiento tradicional, el cual abarca a bancos (públicos y privados) y el financiamiento a través de empresas offshore. Por el otro lado, para las fuentes de financiamiento que no son de uso común son aquellas llamadas “no tradicionales”, dentro del estudio se va a describir al Mercado de Valores ecuatoriano y la Inversión Extranjera Directa.

Análisis del Financiamiento a través de Bancos Privados

La banca privada en el Ecuador es de gran importancia ya que es el sistema financiero más utilizado por personas naturales y jurídicas. La banca es el motor clave para el desarrollo de varios proyectos económicos y permite la posibilidad para que los depositantes y acreedores puedan satisfacer sus

³ Otras Fuentes sin Garantías: Según INEC (2010), corresponde a aquellos préstamos de familiares o amigos, créditos de proveedores, inversión de riesgo, entre otros.

⁴ Gobierno: Según INEC (2010), corresponde a aquellos subsidios otorgados por el Gobierno Nacional como por ejemplo el bono de desarrollo humano.

⁵ Otras Fuentes con Garantías Según INEC (2010), corresponde a préstamos de personas particulares, gremios, entre otros.

proyectos personales, empresariales, y de consumo, educativos entre otros. Para el 31 de diciembre del 2017, la banca privada concentraba alrededor del 88% de los depósitos del total del sistema financiero (Véase la Tabla 1). AL 31 de diciembre de 2017, el total de depósitos fue alrededor de USD 30.688 millones de dólares, presentando un crecimiento promedio anual de 6,3% entre el 2013-2017 (tomando como año base el año inferior del periodo antes mencionado). Los depósitos a la vista al 31 de diciembre de 2017, representaron el 64,8% del total de depósitos. Por el otro lado, los depósitos a plazo representaron el 30,75%. Actualmente existen 24 bancos privados reconocidos por la ley ecuatoriana. Por lo tanto, al ser un sistema sumamente importante para la economía nacional, este ha estado expuesto a varios shocks económicos y ha sido originador de varias crisis económicas producto de su mal funcionamiento y el elevado riesgo moral producto de la desregulación a inicios de los 90's, tal es el caso de la crisis económica ecuatoriana en el año 2000. A raíz de este acontecimiento se generaron instituciones más rigurosas y estrictas con la finalidad de evitar futuras crisis del sector bancario público y privado. Para Ecuador, el ente regulador de la banca Privada es la Superintendencia de Bancos y la Junta de Política y Regulación Monetaria. En base a lo expuesto anteriormente, la banca privada para el entorno ecuatoriano es un motor clave para la economía, sin embargo, este sistema no está exento de un mal manejo y fuertes shocks externos, por lo tanto, dentro del estudio este análisis ayudará a entender como ha sido su dinámica y como ha afectado a las tasas de interés y por ende su acceso por parte de todos los sectores de la economía.

Tabla 1: Evolución de los Depósitos que reciben los Bancos Privados, periodo 2013-2017

| N° | Cuenta | 31/12/2013 | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 | 31/12/2017 |
|-------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 2101 | Depósitos a la Vista | 17.216.006.692 | 18.971.438.160 | 15.893.082.478 | 19.170.154.078 | 19.912.297.890 |
| 2103 | Depósitos a Plazo | 7.068.890.932 | 8.554.868.352 | 8.184.223.477 | 9.048.225.194 | 9.439.594.810 |
| 2104 | Depósitos de Garantía | 1.975.285 | 1.161.685 | 931.328 | 1.032.824 | 1.216.696 |
| 2105 | Depósitos Restringidos | 600.826.568 | 722.731.688 | 1.130.351.043 | 1.211.905.755 | 1.335.512.139 |
| | Total | 24.887.699.477 | 28.250.199.885 | 25.208.588.326 | 29.431.317.851 | 30.688.621.535 |

Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

La cartera de crédito de la banca privada fue en promedio USD 27.000 millones entre el 2013-2017 (Véase la Tabla 2), de los cuales USD 24.793 millones fueron en el año 2017. La principal línea de crédito por parte de bancos privados es la cuenta "Comercial Prioritario Corporativo" (Véase la Tabla 2) con una participación del 51,9% del crédito total. A pesar de que la banca privada ha sido clave para el desarrollo económico del Ecuador, las colocaciones han decrecido en un 7,9% desde el año 2013. Para el año 2017, los bancos privados en Ecuador colocaron créditos en un 21% menos con respecto al año 2013, situación que comenzó desde el año 2015. La explicación a la baja en las colocaciones se debe a la gran incertidumbre por parte del sistema financiero sobre la estabilidad económica en el país a raíz de la caída de los precios del petróleo en el año 2015. Por ende, en base a lo recopilado, la tendencia puede seguir a la baja para los próximos años debido a la difícil situación económica de liquidez por parte del gobierno ecuatoriano. Finalmente, al ser la banca un ente de gran importancia para la economía ecuatoriana es fundamental su supervisión y el correcto manejo del sistema para evitar futuros costos sociales y económicos.

Tabla 2: Evolución Desembolsos por parte de Bancos Privados 2013-2017 por Tipo de Crédito

| Tipo de Crédito | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Comercial Corporativo | 15.128.135.743 | 15.430.532.168 | 0 | 0 | 0 |
| Comercial Empresarial | 7.684.372.998 | 3.534.821.156 | 0 | 0 | 0 |
| Comercial Ordinario | 0 | 0 | 797.003.117 | 1.160.231.559 | 1.535.202.481 |
| Comercial Prioritario Corporativo | 0 | 0 | 12.821.451.662 | 13.814.311.114 | 12.906.983.056 |
| Comercial Prioritario Empresarial | 0 | 0 | 2.296.229.743 | 1.927.430.178 | 2.160.152.221 |
| Comercial Prioritario PYMES | 0 | 0 | 4.086.142.345 | 1.976.865.274 | 2.262.104.993 |
| Comercial PYMES | 3.221.277.454 | 5.657.978.737 | 0 | 0 | 0 |
| Consumo | 3.674.051.191 | 3.499.876.191 | 0 | 0 | 36.860 |
| Consumo Ordinario | 0 | 0 | 30.461.921 | 146.698.829 | 227.922.350 |
| Consumo Prioritario | 0 | 0 | 2.019.860.911 | 1.902.285.717 | 2.185.015.360 |
| Educativo | 2.535.504 | 82.363.435 | 123.286.972 | 41.797.067 | 57.931.731 |
| Inmobiliario | 0 | 0 | 530.384.405 | 437.717.123 | 575.822.474 |
| Inversión Pública | 0 | 0 | 0 | 262.957 | 0 |
| Microcrédito | 1.552.061.817 | 1.579.913.432 | 0 | 0 | 4.522.111 |
| Microcrédito de Acumulación Ampliada | 0 | 0 | 240.068.277 | 313.383.051 | 299.580.437 |
| Microcrédito de Acumulación Simple | 0 | 0 | 1.201.496.371 | 1.101.068.741 | 1.169.165.484 |
| Microcrédito Minorista | 0 | 0 | 17.626.012 | 63.843.511 | 72.100.288 |
| Productivo Corporativo | 0 | 0 | 57.774.967 | 552.655.731 | 1.044.481.432 |
| Productivo Empresarial | 0 | 0 | 37.990.781 | 106.892.134 | 209.127.544 |
| Productivo PYMES | 0 | 0 | 20.655.456 | 82.031.406 | 120.098.310 |
| Vivienda | 427.270.341 | 528.256.175 | 0 | 0 | 0 |
| Vivienda de Interés Público | 0 | 0 | 27.616.234 | 90.947.277 | 142.870.723 |
| Total general | 31.689.705.048 | 30.313.741.294 | 24.308.049.174 | 23.718.421.669 | 24.973.117.853 |

Nota: Según la resolución No. 043-2015-F, 5 Mar-15 y No.059-2015-F, 16-ABR-15, a partir del año 2015 se renombraron la segmentación de créditos, por lo que desaparecen las cuentas Comercial Corporativo, Empresarial, PYMES, Vivienda, Microcrédito y Consumo. Y se crean las cuentas Comercial Prioritario, Productivo y varios segmentos de Microcrédito.

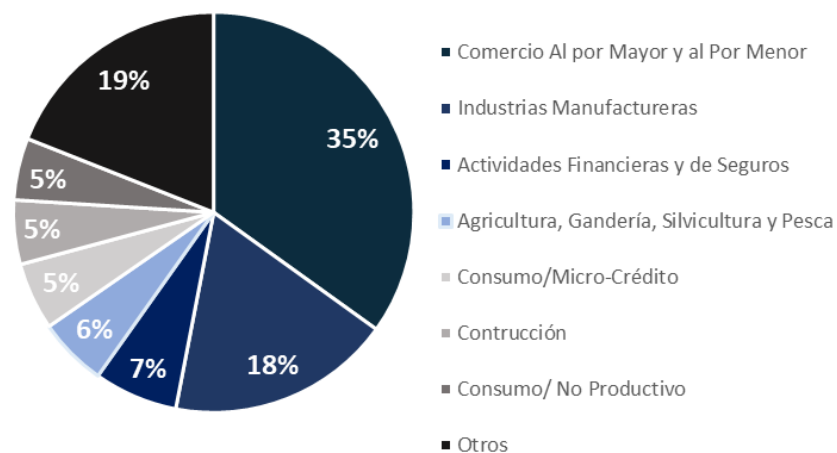
Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

La banca privada⁶ es el motor principal para el desarrollo de la economía ecuatoriana a través de las colocaciones que realiza dentro del aparato productivo, por lo que, su costo y acceso va a depender de la situación económica del país y las tasas de interés que se rige bajo la ley ecuatoriana. El Sector Económico que se ve beneficiado en mayor medida por los bancos privados entre el año 2013-2017 es el Comercio al por Mayor y al por Menor con una participación no menor al 35% del total de desembolsos (Véase el Gráfico 4). La Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesca cuenta con una participación del 6% y una cartera de crédito promedio de USD\$ 1.500 millones dentro del periodo de estudio. Los créditos al sector productivo representan en conjunto un total del 65% del total, superior a los desembolsos destinados al Consumo y Microcrédito que representaron el 5% entre el 2013-2017.

⁶ No se incluye a Sociedades Financieras, Mutualistas y cooperativas, por su poca participación con respecto a bancos privados, públicos y al sistema financiero tradicional (menor al 4% de la cartera de créditos).

Gráfico 4: Participación Acumulada por Sector Económico en el total de desembolsos por parte de bancos privados (2013-2017)



Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Actualmente existen alrededor de 24 bancos privados aprobados y autorizados para realizar procesos de intermediación financiera en Ecuador. Banco Pichincha es la institución financiera con mayor cantidad de desembolsos realizados dentro del periodo 2013-2017 (Véase el Anexo A). En este lapso de tiempo ha sido la institución que más ha aportado, tanto para créditos hacia el sector productivo como hacia créditos al Consumo Ordinario y Prioritario. Actualmente, representa el 23% del total de los montos otorgados. El banco de la producción (Produbanco), es la segunda institución con mayor cantidad de desembolsos realizados con una participación del 17%, seguido por Banco de Guayaquil con el 12% del total, Banco Internacional y Banco Bolivariano cada uno con el 12% del total de créditos dentro del periodo 2013-2017. Entre estas 5 instituciones representan el 80% del total de créditos, por lo que su supervisión, es fundamental debido a su tamaño dentro del sistema financiero nacional y a su aporte dentro del desarrollo productivo del total de los sectores de la economía ecuatoriana.

Evolución de la Cartera de Créditos de la banca privada en el Sector Agropecuario, periodo 2013-2017

Una vez analizado el total de desembolsos por parte de los bancos privados, se procederá a analizar cómo fue la evolución de las colocaciones realizadas por los mismos hacia el sector agropecuario. Este análisis se realizará con la finalidad de entender la proporción o participación de las Actividades relacionadas al Sector Bananero en los desembolsos realizados por la parte de la banca privada. Adicionalmente, se buscará entender cuáles fueron las instituciones que más aportaron a este sector y que segmentos de crédito tuvieron más relevancia dentro del sistema financiero.

El Sector Agropecuario es el cuarto sector económico con mayor cantidad de desembolsos otorgados por parte de bancos privados y su financiamiento es importante para la economía nacional. La participación del sector agropecuario ha crecido dentro del Producto Interno Bruto en términos corrientes en el periodo de estudio, pasando del 8,77% en el año 2013 al 10,23% para el año 2017 (Banco Central del Ecuador [BCE], 2019). En términos reales, la cartera de crédito del sector agropecuario tuvo un crecimiento promedio del 5,18% BCE (2019). Por lo tanto, es de gran importancia que las instituciones financieras jueguen un rol clave para el desarrollo económico de este sector por su incidencia tanto en la economía como en las exportaciones. En el periodo estudiado, el promedio de la cartera de créditos del sector agropecuario fue de USD 1.500 millones en desembolsos por parte de la banca Privada, de los cuales, los créditos más demandados son el Comercial Prioritario Corporativo, Comercial Prioritario Empresarial y el Comercial Prioritario PYMES, juntos con una participación del 83% del total de los créditos otorgados hacia el sector (Véase la Tabla 3). Finalmente, a pesar de que hubo un crecimiento en términos reales del sector agropecuario, sus desembolsos se han visto reducidos entre los años 2015 y 2016 producto del deterioro de la economía nacional, por lo que tuvo un pequeño crecimiento promedio del 2,33% del total de desembolsos.

Tabla 3: Evolución Desembolsos por parte de Bancos Privados al Sector Agropecuario por Tipo de Crédito 2013-2017

| Tipo de Crédito | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Comercial Corporativo | 799.257.263 | 1.015.321.742 | 0 | 0 | 0 |
| Comercial Empresarial | 248.546.596 | 200.030.204 | 0 | 0 | 0 |
| Comercial Ordinario | 0 | 0 | 977.646 | 2.352.372 | 7.639.705 |
| Comercial Prioritario Corporativo | 0 | 0 | 602.779.856 | 624.589.754 | 790.731.271 |
| Comercial Prioritario Empresarial | 0 | 0 | 147.133.780 | 220.197.654 | 216.272.881 |
| Comercial Prioritario PYMES | 0 | 0 | 290.928.184 | 211.686.948 | 252.975.794 |
| Comercial PYMES | 261.678.626 | 342.753.218 | 0 | 0 | 0 |
| Consumo Ordinario | 0 | 0 | 492.771 | 295.580 | 224.945 |
| Consumo Prioritario | 0 | 0 | 577.563 | 1.045.689 | 851.354 |
| Inmobiliario | 0 | 0 | 115.000 | 568.256 | 47.000 |
| Microcrédito | 210.549.158 | 261.144.211 | 0 | 0 | 417.738 |
| Microcrédito de Acumulación Ampliada | 0 | 0 | 30.372.258 | 31.949.380 | 22.249.270 |
| Microcrédito de Acumulación Simple | 0 | 0 | 212.657.833 | 109.610.019 | 96.432.520 |
| Microcrédito Minorista | 0 | 0 | 934.631 | 1.281.847 | 7.259.414 |
| Productivo Corporativo | 0 | 0 | 8.331.993 | 51.056.147 | 92.446.390 |
| Productivo Empresarial | 0 | 0 | 4.066.650 | 33.060.640 | 44.418.344 |
| Productivo PYMES | 0 | 0 | 2.615.741 | 10.735.349 | 29.319.011 |
| Total general | 1.520.031.642 | 1.819.249.375 | 1.301.983.906 | 1.298.429.636 | 1.561.285.635 |

Nota: Según la resolución No. 043-2015-F, 5 Mar-15 y No.059-2015-F, 16-ABR-15, a partir del año 2015 se renombraron la segmentación de créditos, por lo que desaparecen las cuentas Comercial Corporativo, Empresarial, PYMES, Vivienda, Microcrédito y Consumo. Y se crean las cuentas Comercial Prioritario, Productivo y varios segmentos de Microcrédito.

Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

A pesar de que Banco Pichincha es la institución financiera más importante en el total de desembolsos a nivel nacional, no es el banco líder en cuanto al crédito hacia el sector agropecuario. Banco Bolivariano es el banco privado que más participación tiene dentro de la cartera de créditos en el periodo analizado, con una participación del 22,2% (Véase el anexo B). Adicionalmente, otros bancos privados con mayor

participación en la cartera de créditos del sector agropecuario se encuentran Banco Internacional, seguido de Banco Pichincha y Produbanco, juntos con una participación del 47,20% del total de créditos y un crecimiento promedio del 31%. Explicado por un crecimiento sustancial de los créditos otorgados por Banco Internacional en un 294% entre el año 2013 y 2014.

La agricultura es el subsector que recibe una mayor cantidad de desembolsos dentro del crédito destinado al sector agropecuario. No cabe duda que es uno de los subsectores más importantes para la economía ecuatoriana, para el año 2017, según el BCE (2019) representó el 8% del Producto Interno Bruto, aporta el 25,6% de empleo a nivel nacional (INEC, 2018) y es históricamente el producto más importante dentro de las exportaciones tradicionales (sin contar las exportaciones de petróleo). En el periodo 2013-2017, actividades relacionadas a la agricultura tuvieron un aporte del 47% del total (Véase el anexo C) de los créditos otorgados por bancos privados, seguido por la pesca (18%), Acuicultura Marina (10%) y Ganadería y Animales (7%), en conjunto tuvieron una participación del 83% del total de desembolsos otorgados al sector agropecuario. A pesar de que la tendencia en los créditos ha decrecido sustancialmente entre el año 2015-2016. Actividades relacionadas a la agricultura se han mantenido constantes, es así que los créditos destinados a este sector tomando como base el año 2013, tuvieron un crecimiento promedio anual del 10%. Por el otro lado, actividades del sector agropecuario que no estaban relacionadas a la agricultura tuvieron un decrecimiento promedio anual del 5%. A pesar de que los desembolsos por parte de bancos privados hacia el sector agrícola, se hayan reducido sustancialmente, para el caso de la agricultura fue relativamente distinto por su importancia e impacto que tiene dentro de la economía nacional.

Evolución de la Cartera de Créditos de la banca privada en el Sector bananero, periodo 2013-2017

El sector bananero es la segunda Actividad Económica con mayor cantidad de desembolsos que más incidencia tuvo dentro de los créditos hacia el sector agrícola (alrededor del 19% entre el 2013-2017), por lo que es primordial realizar su respectivo análisis. A continuación, se mostrará información sobre montos del crédito otorgado hacia el sector bananero y las instituciones que fueron las más representativas, así como el segmento de crédito que tuvo mayor demanda dentro de los desembolsos. La finalidad de realizar este análisis, ahora desde el sector bananero, es para entender si la dinámica en los desembolsos es parecida al sector agropecuario y a la totalidad del sistema financiero.

Del total de desembolsos que se han destinado a la agricultura, las actividades que se relacionan con la producción, comercialización y venta de banano están entre las actividades económicas con mayores créditos. Actualmente, el sector bananero es uno de los principales productos de exportación en conjunto con el camarón. Entre 2013-2017, la cartera de créditos del sector bananero en promedio fue de USD 244 millones, lo cual representa el 16,3% del total de créditos recibidos hacia la agricultura. Sin embargo, en

el periodo de estudio, ha tenido un decrecimiento promedio anual del 4,1% en los desembolsos producto del deterioro económico nacional. El crédito al sector bananero está concentrado en su mayoría en 3 líneas (91,9% del total de los créditos): Comercial Prioritario Corporativo⁷, Comercial Prioritario Empresarial⁸ y Comercial Prioritario PYMES⁹. Estas 3 líneas de crédito representaron 44%, 17% y 30% respectivamente (Véase la Tabla 4), el equivalente a USD 224 millones. Sin embargo, cabe mencionar que el crédito más concurrido que reciben las empresas del sector bananero va dirigido a aquellas empresas con ventas anuales superiores a los USD 100.000. Finalmente, la cartera de crédito del segmento Microcréditos en su conjunto representaron el 3,1% del total, el equivalente a 7,5 millones entre el 2013-2017.

Tabla 4: Evolución Desembolsos por parte de Bancos Privados al Sector Bananero 2013-2017

| Tipo de Crédito | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| COMERCIAL ORDINARIO | | | 24.077 | 352.565 | 329.931 |
| COMERCIAL PRIORITARIO CORPORATIVO | 138.133.615 | 106.377.378 | 83.237.239 | 90.530.585 | 119.565.623 |
| COMERCIAL PRIORITARIO EMPRESARIAL | 59.132.252 | 36.180.496 | 18.843.844 | 41.547.735 | 54.717.898 |
| COMERCIAL PRIORITARIO PYMES | 80.622.115 | 94.701.897 | 78.578.805 | 59.534.201 | 62.821.070 |
| CONSUMO ORDINARIO | | | 66.968 | 214.199 | 187.806 |
| CONSUMO PRIORITARIO | | | 16.189 | 199.129 | 131.481 |
| MICROCREDITO | 11.870.108 | 9.636.004 | | | 21.588 |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION AMPLIADA | | | 691.353 | 2.266.689 | 1.151.592 |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION SIMPLE | | | 5.320.133 | 3.274.450 | 3.124.276 |
| MICROCREDITO MINORISTA | | | 28.022 | 51.531 | 104.573 |
| PRODUCTIVO CORPORATIVO | | | | 22.978.782 | 13.421.000 |
| PRODUCTIVO EMPRESARIAL | | | 625.000 | 5.677.500 | 12.043.378 |
| PRODUCTIVO PYMES | | | 133.991 | 2.616.351 | 2.464.298 |
| Total general | 289.758.091 | 246.895.776 | 187.575.622 | 229.268.717 | 270.084.514 |

Nota: Según la resolución No. 043-2015-F, 5 Mar-15 y No.059-2015-F, 16-ABR-15, a partir del año 2015 se renombraron la segmentación de créditos, por lo que desaparecen las cuentas Comercial Corporativo, Empresarial, PYMES, Vivienda, Microcrédito y Consumo. Y se crean las cuentas Comercial Prioritario, Productivo y varios segmentos de Microcrédito.

Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

El cultivo de Banano y Plátano es la Actividad Económica con mayor participación dentro de los desembolsos hacia el Sector Bananero. Entre el año 2013-2017, representó el 71% (Véase el Gráfico 5) del total de los créditos destinados por parte de bancos privados, alcanzando una cifra promedio en la cartera de créditos de USD 172 millones. Dentro de este periodo el cultivo de banano y plátano tuvo un considerable crecimiento en las colocaciones por parte de bancos privados, 94,1%. Por el otro lado, el comercio y la venta al por mayor de banano y plátano representó en conjunto el 29%, una cifra equivalente a los USD 72 millones en conjunto. Por el otro lado, Banco Pichincha a pesar de no ser el banco privado

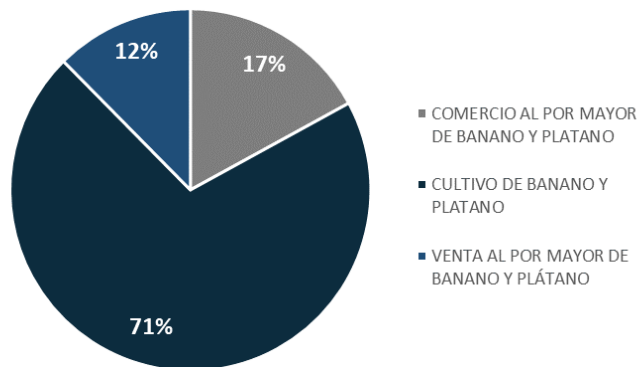
⁷ El Crédito Comercial Prioritario Corporativo va dirigido a aquellas personas o compañías con ventas superiores a los USD 5 millones (Orozco, 2019).

⁸ El Crédito Comercial Prioritario Empresarial va dirigido a aquellas personas o compañías con ventas superiores al USD 1 millón y menor a los USD 5 millones (Orozco, 2019).

⁹ El Crédito Comercial Prioritario PYMES va dirigido a aquellas personas o compañías con ventas superiores a los USD 100.000 y menores al USD 1 millón (Orozco, 2019).

con mayor aporte al sector agrícola, se encuentra como la institución que más aporta con desembolsos al sector bananero. Entre el periodo 2013-2017, Banco Pichincha alcanzó una participación del 23% del total de los desembolsos (Véase Gráfico 6). Entre otras instituciones que han aportado de igual manera al sector bananero se encuentran Banco de Guayaquil (18% de participación), seguido por Banco Machala y Banco Internacional con una participación del 18% y 14% respectivamente. Este sector al no ser tan volátil en comparación con otros sectores similares, los bancos privados no han dejado de realizar desembolsos aún después del deterioro de la economía nacional.

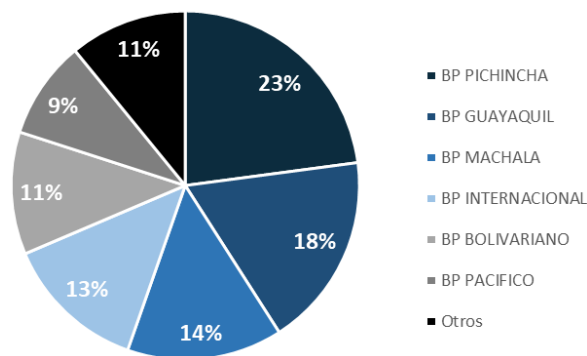
Gráfico 5: Participación Acumulada en el total de Desembolsos por tipo de actividad que se otorgó al Sector Bananero por parte de Bancos Privados (2013-2017)



Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Gráfico 6: Participación Acumulada por Bancos Privados en el total de desembolsos al Sector Bananero (2013-2017)



Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Cálculo de los costos promedios ponderados del crédito al sector bananero por parte de la banca privada

Una vez analizado los créditos otorgados a los distintos sectores económicos, y específicamente al sector bananero por parte de bancos privados, se analizarán los costos promedios ponderados en los que ha

incurrido dentro del periodo 2013-2017. Primeramente, para el análisis se descargó la base de datos de la plataforma Reditum, con la finalidad de obtener las tasas de interés efectivas¹⁰ que se han otorgado por parte de bancos privados. Una vez obtenida la base de datos mensual, se consolidó por año. Para los Créditos Comercial Corporativo, Comercial Empresarial y Comercial Pymes se renombraron en el año 2015 y pasaron a ser los créditos “Comerciales Prioritarios”. Dentro del análisis se escogió a aquellos créditos por los cuales el sector bananero ha incurrido dentro de los últimos 5 años: créditos Comerciales, de Consumo, Inmobiliarios, Microcréditos y Productivos. Entre el año 2013-2017, el crédito con menor tasa de interés fue el “Comercial Prioritario Corporativo” con el 8,24% promedio anual (Véase Tabla 5), esto se explica porque el riesgo de que se presente una falta de liquidez o un impago por parte de un acreedor es mucho más bajo. A su vez el crédito con mayor probabilidad de que se presente un impago, es decir que el acreedor termine siendo moroso es el Microcrédito de Acumulación Simple, por lo que su tasa de interés va a ser mucho más elevada con respecto a los créditos comerciales y de consumo. Una vez procesada la base de datos se puede tomar en consideración que el financiamiento a través de bancos privados va del 8% hasta un máximo de 28,88% en todas sus líneas disponibles. Sin embargo, cabe mencionar que el máximo que instituciones financieras pueden cobrar está regulado por el Banco Central del Ecuador.

Tabla 5: Evolución Tasas de Interés Efectivas por Tipo de Crédito otorgado por Bancos Privados (2013-2017)

| Tipo de Crédito | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| COMERCIAL ORDINARIO | N/A | N/A | 11,0% | 11,5% | 11,3% |
| COMERCIAL PRIORITARIO CORPORATIVO | 8,2% | 8,0% | 8,5% | 8,5% | 8,0% |
| COMERCIAL PRIORITARIO EMPRESARIAL | 9,5% | 9,4% | 9,8% | 10,0% | 9,9% |
| COMERCIAL PRIORITARIO PYMES | 11,4% | 11,2% | 11,2% | 11,3% | 10,8% |
| CONSUMO ORDINARIO | N/A | N/A | 16,4% | 17,0% | 17,2% |
| CONSUMO PRIORITARIO | N/A | N/A | 15,6% | 16,2% | 16,1% |
| INMOBILIARIO | N/A | N/A | 11,3% | 10,6% | 0,0% |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION AMPLIADA | 24,5% | 24,6% | 24,4% | 21,2% | 19,6% |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION SIMPLE | 26,7% | 26,8% | 25,8% | 24,9% | 26,5% |
| MICROCREDITO MINORISTA | 29,7% | 29,9% | 28,9% | 25,8% | 24,2% |
| PRODUCTIVO CORPORATIVO | N/A | N/A | 8,7% | 9,0% | 8,1% |
| PRODUCTIVO EMPRESARIAL | N/A | N/A | 9,5% | 10,0% | 9,8% |
| PRODUCTIVO PYMES | N/A | N/A | 11,8% | 11,3% | 11,5% |

Nota: Según la resolución No. 043-2015-F, 5 Mar-15 y No.059-2015-F, 16-ABR-15, a partir del año 2015 se renombraron la segmentación de créditos, por lo que desaparecen las cuentas Comercial Corporativo, Empresarial, PYMES, Vivienda, Microcrédito y Consumo. Y se crean las cuentas Comercial Prioritario, Productivo y varios segmentos de Microcrédito.

Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Para obtener la tasa de interés efectiva ponderada que tuvo el sector bananero en promedio dentro de bancos privados, se procesó la información de las tablas 4 y 5. Dentro del estudio se ponderaron las tasas en relación al peso que tiene cada segmento de crédito en el total anual de los últimos 5 años (Véase Tabla 6). Una vez obtenida la ponderación se consigue la tasa de interés promedio efectiva que el banco otorgó al sector bananero anualmente. Seguidamente se ponderó las tasas de interés efectivas ponderadas en relación a la cartera de crédito anual. Finalmente, se obtiene la tasa a la que los bancos prestaron en

¹⁰ La información se obtuvo a partir de la base de datos de Reditum, empresa que sustrae información directamente de fuentes oficiales.

promedio al sector bananero, la cual fue del 10,04 %. Esta tasa es cercana al crédito Corporativo Empresarial y Corporativo, puesto que alrededor del 74% del total del crédito se debe a estos dos segmentos. En el tercer capítulo esta tasa se utilizará para el cálculo del costo de oportunidad del no uso de las fuentes de financiamiento no tradicionales.

Tabla 6: Tabla Resumen de las Tasas de Interés otorgado por parte de Bancos Privados al Sector Bananero Acumulado últimos 5 años

| Tipo de Crédito | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| COMERCIAL ORDINARIO | N/A | N/A | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| COMERCIAL PRIORITARIO CORPORATIVO | 3,9% | 3,4% | 3,8% | 3,3% | 3,5% |
| COMERCIAL PRIORITARIO EMPRESARIAL | 1,9% | 1,4% | 1,0% | 1,8% | 2,0% |
| COMERCIAL PRIORITARIO PYMES | 3,2% | 4,3% | 4,7% | 2,9% | 2,5% |
| CONSUMO ORDINARIO | N/A | N/A | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| CONSUMO PRIORITARIO | N/A | N/A | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| INMOBILIARIO | N/A | N/A | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION AMPLIADA | 0,3% | 0,3% | 0,1% | 0,2% | 0,1% |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION SIMPLE | 0,9% | 0,9% | 0,8% | 0,4% | 0,3% |
| MICROCREDITO MINORISTA | N/A | N/A | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| PRODUCTIVO CORPORATIVO | N/A | N/A | 0,0% | 1,0% | 0,5% |
| PRODUCTIVO EMPRESARIAL | N/A | N/A | 0,0% | 0,3% | 0,5% |
| PRODUCTIVO PYMES | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Tasas de Interés Efectivas Ponderadas | 10,16% | 10,25% | 10,39% | 10,03% | 9,47% |
| Monto Total | 289.758.091 | 246.895.776 | 187.575.622 | 229.268.717 | 270.084.514 |
| % Participación sobre Monto (2013-2017) | 24% | 20% | 15% | 19% | 22% |
| % Participación * Tasa de Interés Efectiva | 2,41% | 2,07% | 1,59% | 1,88% | 2,09% |
| Tasa de Interés Promedio Ponderada (2013-2017) | 10,04% | | | | |

Nota: Según la resolución No. 043-2015-F, 5 Mar-15 y No.059-2015-F, 16-ABR-15, a partir del año 2015 se renombraron la segmentación de créditos, por lo que desaparecen las cuentas Comercial Corporativo, Empresarial, PYMES, Vivienda, Microcrédito y Consumo. Y se crean las cuentas Comercial Prioritario, Productivo y varios segmentos de Microcrédito.

Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Los bancos privados para otorgar un crédito a una persona natural o jurídica tienen ciertos requisitos, garantías y plazos. Los bancos privados tienen una gran variedad de créditos que van desde los 3 meses hasta los 60 meses (plazos). Por el otro lado, los beneficios de obtener financiamiento con la banca privada es la obtención de un crédito de montos muy pequeños, a plazos accesibles. Seguidamente, el tiempo para tramitar un crédito es menor en relación a otras fuentes de financiamiento, siempre y cuando el acreedor presente información que provenga de fuentes transparentes. Finalmente, la alta oferta de créditos productivos por parte de bancos privados en el mercado genera dos efectos, el primero la cobertura dentro del territorio ecuatoriano y la segunda es que las condiciones se vuelven más justas desde el punto de vista del acreedor, pues tiene una mejor posición en relación al prestatario. Por el otro lado, las garantías, los bancos privados otorgan en función al crédito que el solicitante necesita, según Córdova (2013) y páginas oficiales de los principales bancos privados que otorgan financiamiento al sector bananero son:

1. Garantía Prendaria

2. Garantía Quirografaria
3. Aval Personal
4. Depósitos a plazo Fijo

Análisis del Financiamiento a través de Bancos Públicos

La banca pública es de gran importancia para el desarrollo productivo de las pequeñas y medianas empresas. Villar, Briozzo, Pesce y Fernández (2016) plantearon que la finalidad de la banca pública es poder corregir las fallas del sistema crediticio. Es decir, financiar aquellos proyectos de inversión que no son rentables para las instituciones financieras privadas. Adicionalmente, el rol de la banca pública es incentivar que empresas PYMES, adquieran financiamientos a tasas razonables del mercado. Hasta el año 2017, solo la Corporación Financiera Nacional y BanEcuador, habían otorgado créditos al Sector Bananero. En síntesis, la banca pública tiene dos objetivos, el primero es desarrollar proyectos de desarrollo y el segundo es el de generar inclusión financiera tanto para personas jurídicas como para personas naturales.

Los depósitos de la banca pública a pesar de que son levemente inferiores a los de la banca privada, es necesario que sean utilizados eficientemente al momento de otorgar créditos al aparato productivo nacional. Entre 2013-2017, la banca pública ha mantenido un promedio anual de USD 3.362 millones en depósitos (Véase Tabla 7). Al 31 de diciembre del 2017, los depósitos a la vista en promedio representaron el 21,7%, de los depósitos a plazo, 77,6% son depósitos a la vista y tan solo 0,7% son depósitos de Garantía. En el periodo de estudio los depósitos de la banca pública tuvieron un decrecimiento promedio del 1,1%. Este decrecimiento se explica por la recesión económica en Ecuador desde el año 2015. En base a lo expuesto, a pesar de que la finalidad de la banca pública es invertir en proyectos de desarrollo es fundamental su manejo eficiente para que sea sostenible a lo largo del tiempo.

Tabla 7: Evolución Depósitos que reciben los Bancos Públicos 2013-2017 (En millones de USD)

| Nº | Cuenta | 31/12/2013 | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 | 31/12/2017 |
|------|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 2101 | Depósitos a la Vista | 778.242.771 | 732.140.631 | 599.743.629 | 726.717.825 | 794.108.927 |
| 2103 | Depósitos a Plazo | 2.584.351.843 | 2.601.520.031 | 2.298.761.621 | 2.381.749.373 | 3.201.739.209 |
| 2104 | Depósitos de Garantía | 1.432.058 | 29.810.856 | 28.324.276 | 27.048.739 | 25.870.088 |
| 2105 | Depósitos Restringidos | 1.707.778 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Total | 3.365.734.450 | 3.363.471.518 | 2.926.829.526 | 3.135.515.937 | 4.021.718.224 |

Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

La cartera de crédito de la banca pública en promedio fue de USD 1.645 millones entre el 2013-2017 (Véase Tabla 8), de los cuales USD 2.001 millones fueron en el año 2017. En el periodo de estudio, la principal línea de crédito por parte de bancos privados es el segmento “Comercial Prioritario Corporativo” (Véase tabla 8) con una participación del 25,3% del crédito total. A pesar de que la banca pública es clave para el

financiamiento de aquellos sectores menos productivos en Ecuador, las colocaciones desde la banca pública han decrecido en promedio un 3,65% desde el año 2013. Sin embargo, para el año 2017, los bancos públicos aumentaron sus créditos en 4% más con respecto al año 2013, situación positiva para la banca pública y el entorno ecuatoriano, la cual desde el año 2015, producto de la desfavorable situación económica contrajo sus colocaciones en 9% para el año 2015 y 8% para 2016. Cabe recalcar que, a diferencia de la banca privada, la banca pública al ser una banca dedicada al desarrollo de los sectores menos productivos, sus colocaciones están distribuidas hacia el crédito Comercial Prioritario PYMES (10% del Total de Créditos), Inversión Pública (16%), Microcrédito (29%) entre otros segmentos dedicados al financiamiento de empresas que no son aptas para la banca privada.

Tabla 8: Evolución Desembolsos por parte de Bancos Públicos 2013-2017 por Tipo de Crédito

| Tipo de Crédito | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| COMERCIAL CORPORATIVO | 489.961.276 | 569.217.863 | 0 | 0 | 0 |
| COMERCIAL EMPRESARIAL | 77.885.157 | 125.807.621 | 0 | 0 | 0 |
| COMERCIAL PRIORITARIO CORPORATIVO | 0 | 0 | 269.083.321 | 310.442.369 | 440.771.035 |
| COMERCIAL PRIORITARIO EMPRESARIAL | 0 | 0 | 178.350.429 | 85.840.441 | 216.136.258 |
| COMERCIAL PRIORITARIO PYMES | 0 | 0 | 171.906.299 | 75.717.454 | 74.722.853 |
| COMERCIAL PYMES | 272.232.360 | 232.103.606 | 0 | 0 | 0 |
| CONSUMO | 2.390.162 | 1.622.812 | 0 | 0 | 0 |
| CONSUMO PRIORITARIO | 0 | 0 | 969.263 | 2.440.513 | 8.233.685 |
| EDUCATIVO | 194.685.071 | 966.454 | 0 | 0 | 0 |
| INVERSION PUBLICA | 216.864.511 | 465.222.763 | 195.982.236 | 188.331.012 | 313.692.478 |
| MICROCREDITO | 483.632.960 | 335.489.021 | 0 | 0 | 0 |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION AMPLIADA | 0 | 0 | 95.097.593 | 250.504.124 | 388.861.740 |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION SIMPLE | 0 | 0 | 303.231.623 | 236.133.554 | 353.407.450 |
| MICROCREDITO MINORISTA | 0 | 0 | 16.378.343 | 44.521.605 | 38.857.115 |
| PRODUCTIVO CORPORATIVO | 0 | 0 | 142.120.345 | 77.815.959 | 74.476.800 |
| PRODUCTIVO EMPRESARIAL | 0 | 0 | 31.555.832 | 36.747.634 | 54.592.739 |
| PRODUCTIVO PYMES | 0 | 0 | 20.675.427 | 23.493.097 | 38.139.914 |
| VIVIENDA | 139.467 | 2.479.603 | 0 | 0 | 0 |
| Total general | 1.737.790.965 | 1.732.909.743 | 1.425.350.710 | 1.331.987.763 | 2.001.892.067 |

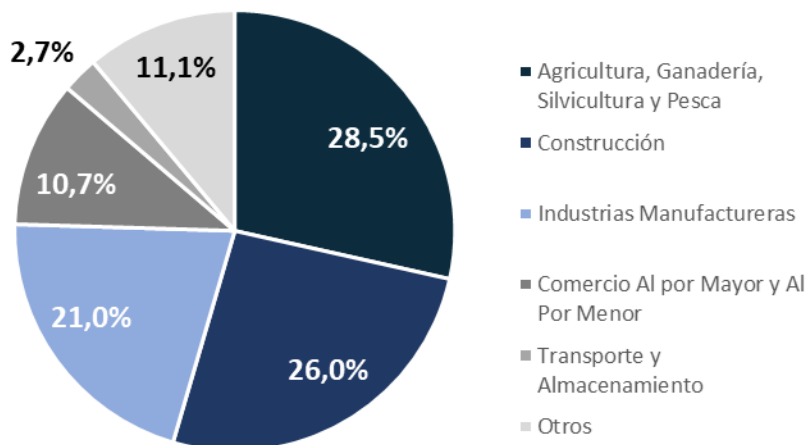
Nota: Según la resolución No. 043-2015-F, 5 Mar-15 y No.059-2015-F, 16-ABR-15, a partir del año 2015 se renombraron la segmentación de créditos, por lo que desaparecen las cuentas Comercial Corporativo, Empresarial, PYMES, Vivienda, Microcrédito y Consumo. Y se crean las cuentas Comercial Prioritario, Productivo y varios segmentos de Microcrédito.

Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

El sector económico más beneficiado por los bancos públicos dentro del periodo de estudio son las actividades dirigidas a la Agricultura, Ganadería y Silvicultura, con una participación del 28,5% del total de desembolsos (Véase Gráfico 7), una participación superior a la de los bancos privados, lo cuales destinaron tan solo el 6% del total de los créditos. Entre las actividades que representan un gran peso dentro de los desembolsos hacia sectores productivos por parte de los bancos públicos se encuentran, El sector de la Construcción con una participación del 26%, seguido por las Industrias Manufactureras (21%) y el Comercio Al Por Mayor y Por Menor en 10,7%.

Gráfico 7: Participación Acumulada por Sector Económico en el total de desembolsos por parte de bancos públicos (2013-2017)



Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Actualmente solo existen 2 bancos que se dedican a la Inversión en el sector productivo por parte de bancos públicos, la Corporación Financiera Nacional (CFN) y BanEcuador, este último creado en el año 2015. Dentro del estudio de las colocaciones de la Banca Pública se incluyen aquellos bancos que ya no existen, como por ejemplo el Banco Nacional del Fomento, Banco del Estado, entre otros. La Corporación Financiera Nacional es la entidad Pública con más créditos otorgados, con un promedio en la cartera de crédito por USD 664 millones entre 2013-2017. El extinto Banco Nacional del Fomento hasta el año 2016 tuvo una cartera de créditos promedio por USD 431 millones. Finalmente, BanEcuador, a partir de su creación abarcó un total de USD 643 millones en promedio del total de créditos otorgados al sector agropecuario. Estas 3 instituciones representan el 77% de la cartera de crédito dentro del periodo de estudio (Véase el Anexo D).

Evolución de la Cartera de Créditos de la banca pública en el Sector Agropecuario, periodo 2013-2017

El sector agropecuario es el que más desembolsos ha recibido por parte de la banca pública, esto se debe a que es uno de los pilares fundamentales de la economía ecuatoriana (10,23% en el 2017). En el periodo estudiado, la cartera de crédito promedio del sector agropecuario fue de USD 469 millones (Véase la Tabla 9) de los cuales, los créditos más demandados son los Microcréditos de Acumulación Simple con una participación del 21,3% del total, el crédito Comercial Prioritario Corporativo recibió el 19,8%, el Microcrédito de Acumulación Ampliada 17,1%. A diferencia del crédito con la banca privada, los Microcréditos tiene una participación considerable. Esto demuestra la importancia y el rol de la banca pública dentro del crédito de los sectores menos favorecidos.

Tabla 9: Evolución Desembolsos por parte de Bancos Públicos al Sector Agropecuario 2013-2017 (En miles de USD)

| Tipo de Crédito | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| COMERCIAL CORPORATIVO | 87.621.093 | 160.268.237 | 0 | 0 | 0 |
| COMERCIAL EMPRESARIAL | 25.416.111 | 32.887.981 | 0 | 0 | 0 |
| COMERCIAL PRIORITARIO CORPORATIVO | 0 | 0 | 55.156.449 | 38.086.488 | 123.681.140 |
| COMERCIAL PRIORITARIO EMPRESARIAL | 0 | 0 | 35.365.854 | 14.899.509 | 20.231.260 |
| COMERCIAL PRIORITARIO PYMES | 0 | 0 | 55.560.437 | 23.651.120 | 16.101.066 |
| COMERCIAL PYMES | 104.222.003 | 94.160.497 | 0 | 0 | 0 |
| MICROREDITO | 223.757.530 | 163.026.157 | 0 | 0 | 0 |
| MICROREDITO DE ACUMULACION AMPLIADA | 0 | 0 | 51.455.789 | 136.539.164 | 212.783.307 |
| MICROREDITO DE ACUMULACION SIMPLE | 0 | 0 | 157.626.753 | 138.664.944 | 204.539.990 |
| MICROREDITO MINORISTA | 0 | 0 | 4.846.609 | 17.350.295 | 12.245.857 |
| PRODUCTIVO CORPORATIVO | 0 | 0 | 800.000 | 5.616.000 | 10.839.780 |
| PRODUCTIVO EMPRESARIAL | 0 | 0 | 9.027.300 | 25.156.334 | 37.296.809 |
| PRODUCTIVO PYMES | 0 | 0 | 10.547.408 | 14.629.652 | 22.281.874 |
| Total general | 441.016.738 | 450.342.873 | 380.386.599 | 414.593.507 | 660.001.084 |

Nota: Según la resolución No. 043-2015-F, 5 Mar-15 y No.059-2015-F, 16-ABR-15, a partir del año 2015 se renombraron la segmentación de créditos, por lo que desaparecen las cuentas Comercial Corporativo, Empresarial, PYMES, Vivienda, Microcrédito y Consumo. Y se crean las cuentas Comercial Prioritario, Productivo y varios segmentos de Microcrédito.

Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Dentro del periodo estudiado, el Banco Nacional del Fomento (BNF) fue la institución que ha otorgado la mayor cantidad de desembolsos al Sector Agropecuario entre el 2013-2015 (Véase el anexo E), el BNF desembolso al sector agropecuario USD 212 millones, el crecimiento promedio hasta el año 2016 (comenzó un proceso de liquidación de la institución pública) fue del -22,7%. Dentro del periodo de estudio, la Corporación financiera Nacional tuvo un crecimiento promedio del 12,3%, entre el 2013-2017 y su cartera de crédito fue de USD 150 millones, Por el otro lado, BanEcuador se posicionó como el banco público con la mayor cartera de créditos otorgados hacia el sector agropecuario, sin embargo, esto se debe a que el Banco inició sus operaciones en el año 2015. Su cartera de créditos hacia el sector agropecuario fue en promedio de USD 336 millones entre 2013-2017. El crecimiento promedio de los desembolsos de BanEcuador fue del 16,7%.

Del total de desembolsos que se han destinado a la agricultura, las actividades que se relacionan con la producción, comercialización y venta de banano están entre las actividades económicas con mayores créditos otorgados por la Banca Pública. El crédito a la cría y reproducción de Ganado es la actividad con mayor cantidad de desembolsos, con un total de 10,5% de participación en el periodo de estudio. Seguidamente, la cría de Ganado Vacuno es la segunda actividad con mayor cantidad de créditos otorgados, con una participación del 10,5% (Véase el Anexo F). Finalmente, el Cultivo de Banano y Plátano, representó el 6,7% del total de los créditos y una cartera de crédito promedio anual del de USD 32 millones. Cabe recalcar que el sector bananero esta entre los sectores que más financiamiento ha recibido, tanto por parte del sector privado como el sector público.

Evolución de la Cartera de Créditos de la banca pública en el Sector bananero, periodo 2013-2017

Los créditos por parte de la banca privada hacia el sector bananero, en su mayoría están destinados al crédito comercial Prioritario Corporativo. Entre 2013- 2017, el crecimiento promedio del crédito público hacia el sector bananero fue -0,7%, siendo el año 2017, el año que presentó una tendencia atípica a años anteriores, con un crecimiento del 37,8% en comparación con el año base 2013. A diferencia de la tendencia de los créditos por parte de los bancos públicos hacia el financiamiento al Microcrédito. Para el sector bananero, el crédito dominante por excelencia es el Comercial Prioritario Corporativo con el 69,9% del total de los créditos otorgados entre el 2013-2017, seguido por el Crédito Comercial Prioritario PYMES con una participación del 8,1% y el Comercial Prioritario Empresarial con una participación del 7,4%. Entre el 2013-2017. Por lo tanto, la cantidad de créditos otorgados por parte de bancos públicos hacia el sector bananero fue casi similar, puesto que para la misma línea de créditos los bancos privados destinaron el 71% al crédito Comercial Prioritario Corporativo (Véase la Tabla 10). En base a la información recopilada tanto para bancos públicos como bancos privados, el crédito por excelencia para este sector es el Crédito Comercial Prioritario Corporativo.

Tabla 10: Evolución Desembolsos por parte de Bancos Públicos al Sector Bananero 2013-2017

| Tipo de Crédito | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| COMERCIAL CORPORATIVO | 13.484.210 | 16.678.955 | | | |
| COMERCIAL EMPRESARIAL | 513.000 | 2.510.393 | | | |
| COMERCIAL PRIORITARIO CORPORATIVO | | | 1.000.000 | 4.782.000 | 78.407.727 |
| COMERCIAL PRIORITARIO EMPRESARIAL | | | 5.995.717 | 1.530.446 | 1.565.914 |
| COMERCIAL PRIORITARIO PYMES | | | 1.222.466 | 516.360 | 908.975 |
| COMERCIAL PYMES | 5.303.620 | 5.255.652 | | | |
| MICROCREDITO | 5.076.269 | 1.838.553 | | | |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION AMPLIADA | | | 1.879.370 | 1.336.781 | 1.738.815 |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION SIMPLE | | | 1.418.451 | 1.301.808 | 1.966.740 |
| MICROCREDITO MINORISTA | | | 23.238 | 69.921 | 71.174 |
| PRODUCTIVO EMPRESARIAL | | | 715.000 | 2.670.000 | 2.124.000 |
| PRODUCTIVO PYMES | | | 316.000 | 247.000 | 1.180.000 |
| Total general | 24.377.100 | 26.283.552 | 12.570.241 | 12.454.316 | 87.963.345 |

Nota: Según la resolución No. 043-2015-F, 5 Mar-15 y No.059-2015-F, 16-ABR-15, a partir del año 2015 se renombraron la segmentación de créditos, por lo que desaparecen las cuentas Comercial Corporativo, Empresarial, PYMES, Vivienda, Microcrédito y Consumo. Y se crean las cuentas Comercial Prioritario, Productivo y varios segmentos de Microcrédito.

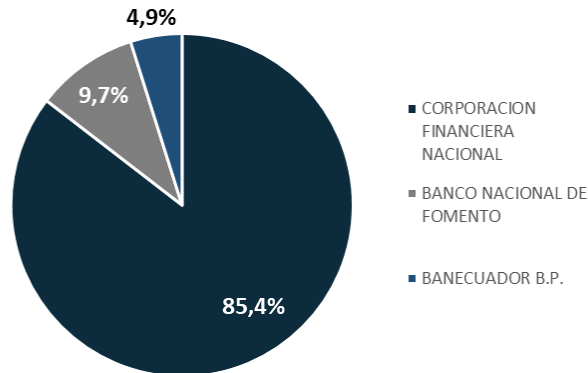
Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

En el periodo 2013-2017, Corporación Financiera Nacional (CFN) es el banco público que más crédito ha otorgado al sector bananero. Dentro del periodo de estudio, la CFN, tiene una cartera de crédito alrededor de USD 82 millones hasta el año 2017 producto de un ofrecimiento por parte de la CFN con la condición que el uso de los recursos se utilice para incrementar la producción y las exportaciones del sector bananero. El crecimiento promedio de los desembolsos por parte de la CFN dentro del periodo 2013-2017 fue de 9,24%. En cambio, el Banco Nacional de Fomento representó el 9,7% del total de los créditos hacia el sector bananero. Finalmente, BanEcuador tuvo una participación del 4,9%, el equivalente a una cartera

de créditos por USD 5 millones. El crecimiento promedio de esta institución pública es del 66,17% tomando como año base el 2016 (Véase el Gráfico 8).

Gráfico 8: Participación Acumulada por Bancos Públicos en el total de desembolsos al Sector Bananero (2013-2017)

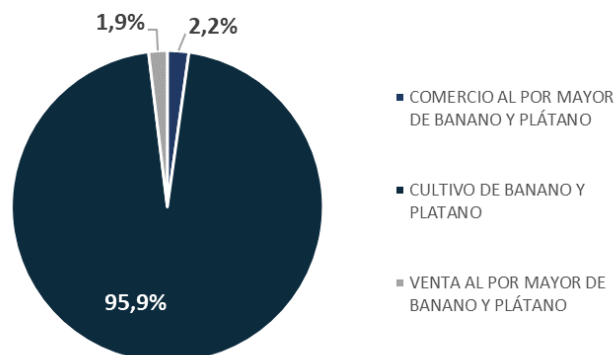


Fuente: Superintendencia de Bancos (SB)

Elaboración: Julio César Ortiz S

El cultivo de Banano y Plátano es la Actividad Económica más representativa dentro de los desembolsos para el financiamiento a las empresas del sector bananero. Entre el 2013-2017, esta actividad representó el 95,9% del financiamiento a empresas del sector, el equivalente a un promedio anual de USD 31 millones del total de la cartera de crédito, sin embargo, en ese mismo periodo, el financiamiento a esta actividad se mantuvo estable y tan solo creció en promedio en 0,4%. Por el otro lado, el financiamiento a la Venta y el Comercio al por Mayor de banano y plátano a pesar de representar el 4,1% del total del financiamiento entre 2013- 2017, tuvo un decrecimiento promedio anual entre los años 2013-2017 del 18,4%. En este periodo, la cartera de créditos promedio anual de esta actividad fue de USD 1,3 millones (Véase el Gráfico 9).

Gráfico 9: Participación Acumulada en el total de Desembolsos por tipo de actividad que se otorgó al Sector Bananero por parte de Bancos Públicos (2013-2017)



Fuente: Superintendencia de Bancos (SB)

Elaboración: Julio César Ortiz S

Una vez analizado los créditos otorgados a los distintos sectores económicos, y específicamente al sector bananero por parte de bancos públicos, se analizarán los costos promedios ponderados que ha incurrido dentro del periodo 2013-2017. Primeramente, para el análisis se descargó la base de datos de la plataforma Reditum, con la finalidad de obtener las tasas de interés efectivas que se han otorgado por parte de bancos públicos. Una vez obtenida la base de datos mensual, se consolidó por año. Para los Créditos Comercial Corporativo, Comercial Empresarial y Comercial Pymes se renombraron en el año 2015 y pasaron a ser los créditos “Comerciales Prioritarios”. Dentro del análisis se escogió a aquellos créditos más representativos de los últimos 5 años: créditos Comerciales, de Consumo, Inmobiliarios, Microcréditos y Productivos. Entre el año 2013-2017, el crédito con menor tasa de interés fue el “Comercial Prioritario Corporativo” fue alrededor del 8,19% anual (Véase la Tabla 11), esto se explica porque el riesgo de que se presente una falta de liquidez o un impago por parte de un acreedor es mucho más bajo. Por el otro lado, A diferencia con los Microcréditos y créditos para pequeñas empresas de la banca privada, la banca pública, al ser una entidad que se basa en la inversión a proyectos que no son rentables, las tasas de interés son en comparación más bajas, a pesar de que la probabilidad de que se presente un impago sea alta. Una vez procesada la base de datos se puede tomar en consideración que el financiamiento a través de bancos públicos va del 7,85% hasta un máximo de 13,09% en todas sus líneas disponibles. En resumen, las tasas de interés de la banca pública son mucho más bajas para créditos que van dirigidos a PYMES, esto porque la banca se centra en incentivar proyectos de desarrollo.

Tabla 11: Evolución Tasas de Interés por Tipo de Crédito otorgados por Bancos Públicos (2013-2017)

| Tipo de Crédito | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| COMERCIAL PRIORITARIO CORPORATIVO | 7,85% | 7,97% | 8,77% | 8,46% | 7,90% |
| COMERCIAL PRIORITARIO EMPRESARIAL | 8,50% | 8,53% | 9,59% | 9,05% | 8,63% |
| COMERCIAL PRIORITARIO PYMES | 10,37% | 10,47% | 10,47% | 9,86% | 9,88% |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION AMPLIADA | 12,28% | 12,39% | 12,26% | 11,05% | 10,05% |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION SIMPLE | 12,48% | 12,54% | 11,59% | 12,49% | 12,58% |
| MICROCREDITO MINORISTA | 10,15% | 10,21% | 11,05% | 13,00% | 13,09% |
| PRODUCTIVO EMPRESARIAL | 0,00% | 0,00% | 8,75% | 9,52% | 8,94% |
| PRODUCTIVO PYMES | 0,00% | 0,00% | 9,29% | 10,03% | 10,47% |

Nota: Según la resolución No. 043-2015-F, 5 Mar-15 y No.059-2015-F, 16-ABR-15, a partir del año 2015 se renombraron la segmentación de créditos, por lo que desaparecen las cuentas Comercial Corporativo, Empresarial, PYMES, Vivienda, Microcrédito y Consumo. Y se crean las cuentas Comercial Prioritario, Productivo y varios segmentos de Microcrédito.

Fuente: Superintendencia de Bancos (SB)

Elaboración: Julio César Ortiz S

Para obtener la tasa de interés efectiva ponderada que tuvo el sector bananero en promedio dentro de bancos privados, se procesó la información de las tablas 10 y 11. Dentro del estudio se ponderaron las tasas en relación al peso que tiene cada segmento de crédito en el total anual de los últimos 5 años. Una vez obtenida la ponderación se consigue la tasa de interés promedio efectiva que el banco otorgó al sector bananero anualmente. Seguidamente se ponderó las tasas de interés efectivas en relación a la cartera de crédito anual. Finalmente, se obtiene la tasa a la que los bancos prestaron en promedio, la cual fue del 8,72 % (Véase la tabla 12). En el tercer capítulo esta tasa se utilizará para el cálculo del costo de oportunidad del no uso de las fuentes de financiamiento no tradicionales.

Tabla 12: Tabla Resumen de las Tasas de Interés otorgado por parte de Bancos Públicos al Sector Bananero (2013-2017)

| Tipo de Crédito | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| COMERCIAL PRIORITARIO CORPORATIVO | 4,34% | 5,06% | 0,70% | 3,25% | 7,04% |
| COMERCIAL PRIORITARIO EMPRESARIAL | 0,18% | 0,81% | 4,58% | 1,11% | 0,15% |
| COMERCIAL PRIORITARIO PYMES | 2,26% | 2,09% | 1,02% | 0,41% | 0,10% |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION AMPLIADA | 1,29% | 0,44% | 1,83% | 1,19% | 0,20% |
| MICROCREDITO DE ACUMULACION SIMPLE | 1,24% | 0,42% | 1,31% | 1,31% | 0,28% |
| MICROCREDITO MINORISTA | 0,04% | 0,01% | 0,02% | 0,07% | 0,01% |
| PRODUCTIVO EMPRESARIAL | 0,00% | 0,00% | 0,50% | 2,04% | 0,22% |
| PRODUCTIVO PYMES | 0,00% | 0,00% | 0,23% | 0,20% | 0,14% |
| Tasas de Interés Efectivas Ponderadas | 9,35% | 8,84% | 10,18% | 9,57% | 8,14% |
| Monto Total | 29.453.370 | 28.122.106 | 12.570.241 | 12.454.316 | 87.963.345 |
| % Participación sobre Monto (2013-2017) | 17,3% | 16,5% | 7,4% | 7,3% | 52% |
| % Participación * Tasa de Interés Efectiva | 1,61% | 1,46% | 0,75% | 0,70% | 4,20% |
| Tasa de Interés Promedio Ponderada (2013-2017) | 8,72% | | | | |

Nota: Según la resolución No. 043-2015-F, 5 Mar-15 y No.059-2015-F, 16-ABR-15, a partir del año 2015 se renombraron la segmentación de créditos, por lo que desaparecen las cuentas Comercial Corporativo, Empresarial, PYMES, Vivienda, Microcrédito y Consumo. Y se crean las cuentas Comercial Prioritario, Productivo y varios segmentos de Microcrédito.

Fuente: Superintendencia de Bancos (SB)

Elaboración: Julio César Ortiz S

Los bancos públicos para otorgar un crédito a una persona natural o jurídica tienen ciertos requisitos, garantías y plazos. Inicialmente, los bancos públicos tienen una gran variedad de créditos que van desde los 3 meses hasta los 60 meses (plazos) e incluso más dependiendo el tipo de proyecto. Por el otro lado, los beneficios de obtener financiamiento con la banca pública es la obtención de un crédito desde montos muy pequeños a plazos accesibles a tasas de interés más bajas. Las garantías se asemejan a la banca privada e incluso, estas en algunos casos pueden ser menores. El tiempo de espera de un crédito se prevé que para el 2019, por parte de la CFN, este no tome más de 15 días desde la recepción hasta la notificación.

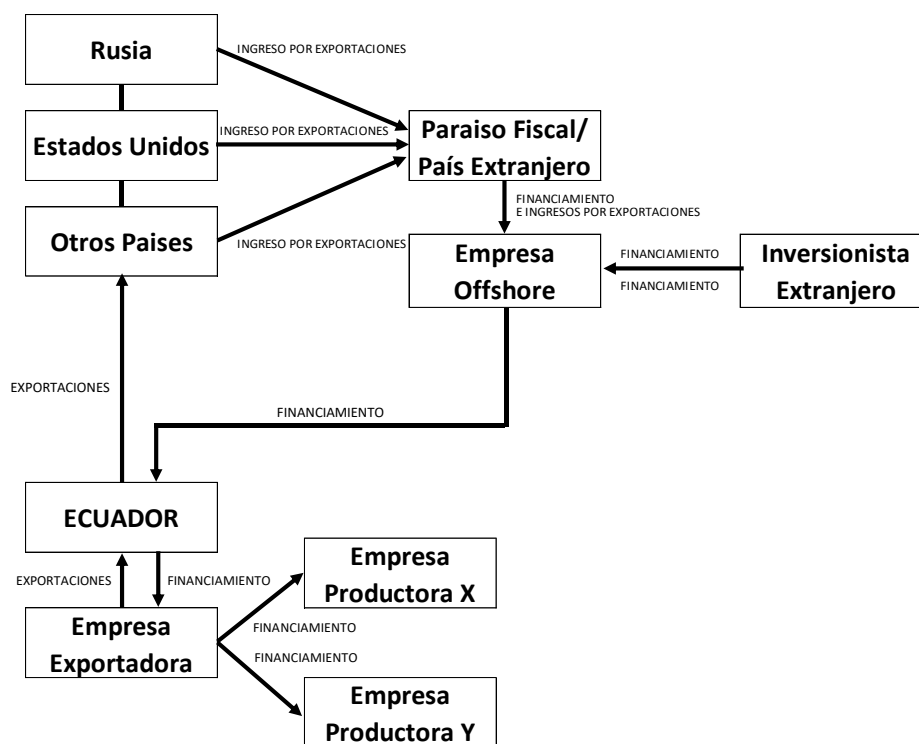
Análisis del Financiamiento a través de Empresas Offshore

El financiamiento a través de empresas offshore es uno de los mecanismos de financiamiento más utilizado por exportadores de banano en Ecuador. Primeramente, según varios expertos en el tema (académico y gerente entrevistado), las compañías exportadoras de productos tradicionales logran conseguir financiamiento a través de empresas off-shore en países con una legislación más permisiva o en paraísos fiscales como Seychelles, Islas Vírgenes, Bahamas, Bermuda, entre otros. Esta aseveración se fundamenta en los informes de auditoría externa que realizan anualmente compañías ecuatorianas, donde se menciona las empresas relacionadas que poseen exportadores de banano. Como ejemplo, el caso de ReyBanpac, perteneciente a un grupo de empresas en Islas Vírgenes. Adicionalmente, según Báez y Iturralde (2016) se cree que compañías como Exportadora Bananera Noboa (cinco sociedades Offshore), Reybanpac (seis sociedades offshore), Ubesa (nueve sociedades offshore) se encuentran dentro del grupo de empresas agroindustriales con empresas offshore. El financiamiento a través de empresas Offshore

según, el Economista Rubén Flores, es comúnmente utilizado por los productores ecuatorianos ya que constituye una opción relativamente barata en relación al mercado, sin embargo, su costo financiero es desconocido debido al secretismo que existe a través de los intermediarios quienes manejan su funcionamiento (R. Flores, comunicación personal, 31 de enero de 2019).

El funcionamiento del financiamiento a través de empresas offshore se realizó a través de un análisis deductivo, apoyado por el testimonio de varios especialistas, tal es el caso de expertos provenientes de la asesoría financiera Dinamo S.C.C. (Mtr. Pablo Madera, Gerente General). Según las entrevistas realizadas a los expertos, se determinó que el proceso de financiamiento nace a partir de las compañías exportadoras de banano en Ecuador (Véase al gráfico 10), quienes venden sus productos a países tales como Estados Unidos, Rusia, entre otros. El pago por parte de la parte compradora hacia la empresa bananera lo hace a través de dos posibles mecanismos. El primer mecanismo es a través de un pago directo a las compañías que residen en Ecuador, mientras que, el segundo mecanismo sugiere que se realiza un pago directo a empresas offshore como por ejemplo aquellas compañías establecidas en los distintos paraísos fiscales, las cuales, solicitan financiamiento a inversionistas extranjeros. Mtr. Madera declaró que las empresas que hacen el Fronting frente a las instituciones financieras son compañías previamente desarrolladas y trabajan de manera independiente de las empresas off-shore y cumplen con las garantías necesarias para conseguir financiamiento, por lo que los réditos de la operación se canalizan hacia esta off-shore (P. Madera, comunicación personal, 31 de enero de 2019). Consecuentemente, el costo de financiamiento va a estar atado a las condiciones que se encuentran en el extranjero, y está relacionado al riesgo país de esas regiones. Seguidamente, las empresas exportadoras de banano adquieren el capital y lo llevan a territorio ecuatoriano, quienes lo utilizan de dos posibles formas. La primera es a través de préstamos a pequeños productores a tasas de mercado y la segunda, para financiar proyectos de la exportadora bananera (dueña de la empresa offshore). Por lo tanto, el monto concurrido por parte de empresas del sector bananero es incalculable. Sin embargo, según la opinión de los expertos, el financiamiento a través de esta vía se usa de forma tradicional. A pesar de la poca evidencia legal y escrita que existe en base a este mecanismo. Su costo mínimo es estimable en base a un ejemplo práctico que se realizará más adelante. Cabe mencionar, que el análisis que se presenta es netamente deductivo, por lo que su validez se basa en testimonio de expertos en el tema de financiamiento externo.

Gráfico 10: Funcionamiento general del financiamiento a través de Empresas Offshore



Fuente: Construido de forma deductiva a través de expertos (Eco. Rubén Flores y Mtr. Pablo Madera)

Elaboración: Julio César Ortiz S

Una vez descrito el funcionamiento de las empresas Offshore, se realizó un análisis investigativo a través de auditados financieros e información general de las compañías para determinar que posibles empresas Offshore están relacionadas a las empresas exportadoras de banano en Ecuador. Del proceso investigativo se escogió a los cinco mayores exportadores, las cuales son Reybanpac, Ecuagreenprodex, Truisfruit, Sabrostar, y Comersur. Del estudio se identificó que en su mayoría son pertenecientes a paraísos fiscales¹¹ e incluso poseían más de 100 compañías relacionadas, entre los principales destinos se encuentran, países como Nueva Zelanda, Islas Vírgenes, Seychelles, Suiza, British Anguila, Estados Unidos, Emiratos Árabes Unidos, y Suiza. Como se mencionaba anteriormente, el costo de financiamiento va a estar atado al riesgo país de las sociedades extranjeras, por lo que se escogió la calificación de riesgo EMBI+ de JP Morgan Chase. Adicionalmente, debido a la extensa lista de países en los que se encuentran las empresa off-shore (Véase tabla 13), se agrupó en una categoría global y Latinoamérica como referencia para el cálculo del costo. Finalmente se escogió a Panamá como el destino comúnmente utilizado por estas compañías y su riesgo va a estar separado al global y al de Latinoamérica. A través del Modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM) se realizó el cálculo del financiamiento a través de empresas offshore, el modelo permite calcular como el riesgo de una inversión afectaría al retorno que espera un inversionista promedio (Perold, 2004). El modelo CAPM sugiere que para realizar el cálculo del costo del capital se debe multiplicar el market risk

¹¹ La fundamentación se sostiene en base a la información de los Panama Papers, la cual fue desclasificada a través de la página web: <https://offshoreleaks.icij.org/nodes/10026982>

Premium (riesgo país) por la beta¹² de la industria, más la tasa libre de riesgo (Perold, 2004). Sin embargo, al no contar con la beta de la industria del banano, se sumó el EMBI+ y el rendimiento de un bono de los Estados Unidos a 10 años.

Tabla 13: Evolución Riesgo País de los principales destinos de las empresas Off-shore (2013-2017)

| País | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------|------|------|------|------|------|
| Global | 3,18 | 3,30 | 4,15 | 4,09 | 3,25 |
| Latinoamérica | 3,40 | 3,44 | 4,33 | 4,48 | 3,62 |
| Panamá | 1,77 | 1,89 | 2,00 | 1,97 | 1,44 |

Fuente: JP Morgan Chase

Elaboración: Julio César Ortiz S

El Costo del financiamiento obtenido a través de Empresas Off-shore es de 5,30% con una tasa libre de riesgo de los Bonos de los Estados Unidos a 10 años, lo cual representa el promedio del financiamiento que se puede obtener a través de los mercados financieros internacionales (Véase la Tabla 14). Para el cálculo se realizó el siguiente proceso, se sumó la tasa libre de riesgo (Rendimiento bono de los Estados Unidos a 10 años) más el riesgo país según la calificadora JP-Morgan, esta suma nos da la tasa mínima que esperaría un inversionista extranjero¹³. Como resultado adicional, el costo mínimo que se puede obtener del financiamiento a través de este mecanismo es de 3,36% y un máximo de 5,54%. El financiamiento por este mecanismo es el más bajo del total de financiamiento por la vía tradicional. Sin embargo, como se mencionaba antes, su demanda exacta es aún desconocida debido al secretismo y al sigilo de la información, por lo que la tasa obtenida es simplemente referencial.

Tabla 14: Tabla resumen de las tasas de interés por parte de Empresas Offshore

| País | Bono de los Estados Unidos 10+ (A) | EMBI+ (B) | 2013 (A+B) | Bono de los Estados Unidos 10+ (C) | EMBI+ (D) | 2014 (C+D) | Bono de los Estados Unidos 10+ (E) | EMBI+ (F) | 2015 (E+F) | Bono de los Estados Unidos 10+ (G) | EMBI+ (H) | 2016 (G+H) | Bono de los Estados Unidos 10+ (I) | EMBI+ (J) | 2017 (I+J) | |
|--|------------------------------------|-----------|------------|------------------------------------|-----------|------------|------------------------------------|-----------|------------|------------------------------------|-----------|------------|------------------------------------|-----------|------------|------|
| Global | 2,36 | 3,18 | 5,54 | 2,48 | 3,30 | 5,78 | 2,09 | 4,15 | 6,24 | 1,82 | 4,09 | 5,91 | 2,33 | 3,25 | 5,58 | |
| Latinoamérica | 2,36 | 3,40 | 5,76 | 2,48 | 3,44 | 5,92 | 2,09 | 4,33 | 6,43 | 1,82 | 4,48 | 6,31 | 2,33 | 3,62 | 5,95 | |
| Panamá | 2,36 | 1,77 | 4,13 | 2,48 | 1,89 | 4,37 | 2,09 | 2,00 | 4,09 | 1,82 | 1,97 | 3,79 | 2,33 | 1,44 | 3,77 | |
| Mínimo | | | | | | | | | | | | | | | | 3,77 |
| Máximo | | | | | | | | | | | | | | | | 5,95 |
| Beta del financiamiento Off-shore (Promedio 2013-2017) | | | | | | | | | | | | | | | | 5,30 |

Fuente: JP Morgan Chase-Investing

Elaboración: Julio César Ortiz S

¹² La beta señala el riesgo del mercado.

¹³ No se toma en consideración la prima por la inflación debido a que puede alterar la comparación con las fuentes de financiamiento no tradicionales. Ya que, si bien la inflación para el mecanismo de inversión extranjera directa a Ecuador es exacta, para el caso de las empresas offshore es desconocido debido a que se desconoce con cifras exactas donde proviene el financiamiento, por lo que generaría distorsión para el estudio. La finalidad del cálculo es obtener una tasa mínima que un inversionista extranjero estaría dispuesto a invertir.

Anteriormente se mencionó que obtener información sobre la demanda, el plazo y las garantías exactas que empresas offshore obtienen es incierto, sin embargo, según la opinión de los expertos en el tema, el financiamiento por esta vía trae grandes beneficios para los exportadores ecuatorianos. Como primer beneficio se encuentra una tasa de interés considerablemente baja y adicionalmente permite generar ingresos a través del préstamo a terceros. Este mecanismo facilita que por el lado de la empresa exportadora o dueña de la empresa offshore pueda refinanciar y hacer frente a sus obligaciones en el exterior. Por el otro lado, al beneficio que reciben los productores de una línea de crédito a bajo costo (para el mercado tradicional), con plazos más amplios y accesibles. A pesar de que este mecanismo aparentemente es más bajo que las tasas nacionales, no está aprobado por un ente regulador (Superintendencia de Bancos, Superintendencia de Economía Popular y Solidaria, Junta de Política Monetaria), por lo que no es legal y facilita la evasión tributaria. Ya que el pago de las exportaciones se lo realiza en las empresas offshore y el capital, producto de la operación, no entre a territorio ecuatoriano. Finalmente, como punto negativo de este mecanismo es que si lo productores bananeros, aparentemente están aplicando a este mecanismo, se desconoce si efectivamente las condiciones son accesibles y justas para los productores.

Tabla 15: Resumen Costos Financieros a través de Fuentes de Financiamiento tradicionales, periodo 2013-2017

| Tipo de Financiamiento | Costo |
|-------------------------------|--------------|
| Tasa Banco - Privados | 10,04% |
| Tasa Bancos - Públicos | 8,72% |
| Tasa Empresas Off-shore | 5,30% |

En conclusión, para este primer capítulo, el análisis de los bancos privados, públicos y empresas offshore se realizó con la finalidad de poder entender la dinámica del sistema financiero tradicional. Como se explicó anteriormente, el sector bananero estuvo entre los créditos más representativos dentro de los créditos otorgados por la banca pública y privada. Adicionalmente, Banco Bolivariano, fue el banco privado que más crédito otorgó al sector agropecuario. Por el otro lado, Banco Pichincha se posicionó como el banco que más créditos otorgó al sector bananero. El costo por optar un financiamiento a través de banca privada fue del 10,04%. Es decir 1,32% más que el costo de la banca pública (8,72%). Esto se debe principalmente a la dinámica de la banca pública, es fomentar la inversión en aquellos sectores más vulnerables. Adicionalmente, dentro del capítulo se realizó el análisis de la dinámica de las empresas offshore, expertos del área académica como empresarial, afirman que estos mecanismos están entre los más usados por las empresas del sector bananero y son competencia directa con los mecanismos de financiamiento de las fuentes no tradicionales. Los beneficios que estas empresas obtienen se resumen en 3 principales los cuales son: costos financieros considerablemente bajo, sigilo y confidencialidad, y beneficio económico producto del préstamo a terceros. Una vez realizado el análisis deductivo de las empresas offshore, se determinó que estas son las fuentes de financiamiento más bajas del mercado tradicional con una tasa mínima estimada del 5,30% (Véase la tabla 15). Por el otro lado, el financiamiento a través de bancos privados fue el más caro, sin embargo, fue el más demandado por las empresas del sector bananero sin contar el financiamiento a través de empresas Offshore.

Capítulo II: Costo del financiamiento no tradicional de las empresas del sector bananero

En el segundo capítulo se va a realizar una descripción de las fuentes de financiamiento no tradicionales, tales como el mercado bursátil (con alto nivel de detalle) y la Inversión Extranjera Directa (de forma superficial). A partir de una breve descripción de los instrumentos de financieros que el sector bananero puede incurrir (costos directos e indirectos, garantías, requisitos). En este capítulo se va a añadir la base de datos de costos directos e indirectos realizado a partir de los prospectos de emisión. Como parte final de este capítulo se va a obtener el costo promedio del financiamiento a través de fuentes de financiamiento no tradicionales.

Costo del Financiamiento No Tradicional de las Empresas del Sector Bananero

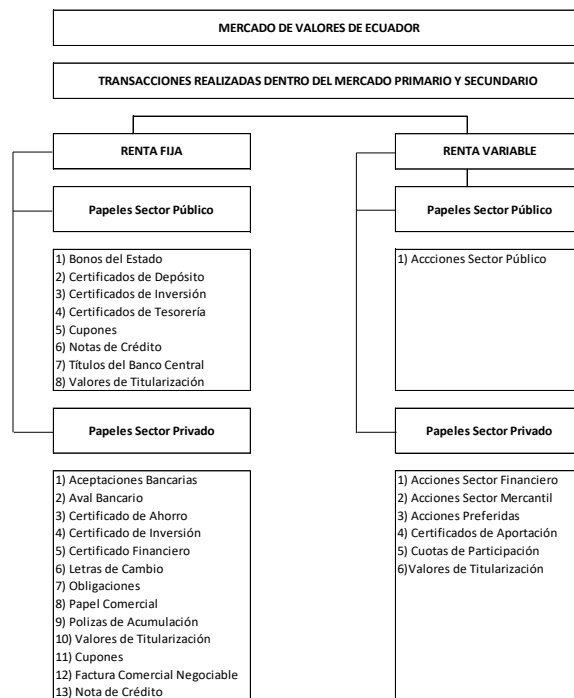
El financiamiento no tradicional, abarca a aquellas fuentes que no son comúnmente utilizadas por el Sector Bananero. Inicialmente, se va a analizar el mercado de valores en su conjunto, su importancia dentro del desarrollo económico ecuatoriano y el costo de optar por esta fuente. Por el otro lado, el análisis de la inversión extranjera desde Ecuador es de gran importancia puesto que esta va dirigida al financiamiento para empresas que requieran un capital mucho más amplio. Donde, el inversionista extranjero va a buscar cumplir con sus expectativas de riesgo-rentabilidad.

El mercado de valores según Arraú y Socio de Gernes (2001) es fundamental para la dinámica territorial ya que permite que el ahorro de una economía sea canalizado a los distintos proyectos de inversión existentes. Actualmente, el mercado de Valores en Ecuador no ha sido ampliamente desarrollado y las transacciones en las que se desarrolla este mercado no son superiores al 8-9% del PIB (SUPERCIAS, 2018). A pesar que el mercado de valores no es una entidad de suma importancia (en relación a las fuentes de financiamiento tradicionales), por una gran variedad de razones que incluyen el desconocimiento por parte de los inversionistas, este se caracteriza por traer grandes beneficios, como la transparencia en la intermediación de valores y la correcta canalización de inversiones (Bolsa de Valores de Quito [BVQ], 2019). El mercado de Valores se divide en dos: de Renta Fija y de Renta Variable (Véase Gráfico 11). En ambas divisiones se venden y tranzan valores del sector público y del sector privado (posteriormente se detallarán los principales títulos valor que se negocian en el Mercado). Por el otro lado, los principales partícipes dentro del mercado de valores según la BVQ (2019) son:

1. Emisores: Los emisores según la BVQ (2019) son aquellas instituciones públicas y privadas que obtienen financiamiento a través de la colocación de valores.

2. Inversionistas. - Los inversionistas son personas naturales o jurídicas que en base a su capacidad disponen del capital necesario para la compra de títulos valor como Obligaciones, Titularizaciones, Acciones, entre otros.
3. Bolsas de Valores. - Son el medio por el cual se tranzan los títulos valor. En Ecuador actualmente son dos Bolsas de Valores, la Bolsa de Valores de Guayaquil y la Bolsa de Valores de Quito. Ambas son sociedades anónimas de carácter privado.
4. Casas de Valores. - Al igual que las Bolsas de Valores, son compañías de carácter privado. Su objetivo es asesorar, estructurar y promover los distintos títulos valor que hay en el mercado.
5. Depósitos Centralizado de Compensación y liquidación de Valores. - Es una institución que puede ser público o privado. Su función es la de la custodia, liquidación, conservación y registro de los valores (BVQ, 2019).
6. Calificadoras de Riesgo. - Tiene como objetivo dar una calificación de los títulos valor y a las compañías que están listadas en bolsa o están en proceso de emisión de un título valor.
7. Administradora de Fondos y Fideicomisos. - Son las encargadas de administrar el dinero de un colectivo y maximizar la rentabilidad de sus inversiones además de realizar negocios fiduciarios (BVQ, 2019).

Gráfico 11: Papeles Negociados en el Mercado de Valores de Ecuador



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Julio César Ortiz S

El Mercado de Valores ecuatoriano, si bien no realiza la misma cantidad de desembolsos que la banca pública y privada, se caracteriza por ser una institución donde el riesgo de un eventual default es relativamente bajo. Dentro de la investigación se realizó un resumen de efectividad en base a los papeles de renta fija que se han tranzado hasta noviembre del 2018. La información de las calificaciones de los emisores se obtuvo del archivo histórico elaborado por la Bolsa de Valores de Quito. Para el análisis, se consideró que en el caso de que una empresa presente un eventual default se bajará su calificación de riesgo. Como resultado del estudio se determinó que la probabilidad de que un emisor no pueda responder ante sus obligaciones es menor al 3% (Véase tabla 16). Inclusive, se encontró en el análisis que el 15% del total de los emisores tendieron a mejorar su calificación, es decir, obtuvieron los recursos necesarios para continuar y ampliar su operación. Por el otro lado, en su mayoría (83%) de los emisores de renta fija mantuvieron su calificación. En base a los resultados obtenidos en el histórico de las calificaciones de riesgo, se demuestra que el Mercado de Valores a pesar de ser proporcionalmente menor al sistema financiero tradicional, se caracteriza por ser eficiente con respecto a los cobros y a los pagos.

Tabla 16: Tabla Resumen de efectividad de los papeles de Renta Fija (Calificaciones de Riesgo históricos a noviembre de 2018)

| Calificación de Riesgo | % del Total |
|--------------------------|-------------|
| Subio | 15% |
| Se mantuvo | 83% |
| Bajó | 3% |
| Total de Procesos | 100% |

Fuente: Bolsa de Valores de Quito (BVQ, 2019)

Elaboración: Julio César Ortiz S

Una vez identificado y explicado la función del mercado de valores, se procederá a explicar las fuentes de financiamiento por las cuales pueden optar empresas del sector bananero. De toda la gama de productos, sin incluir valores genéricos como facturas comerciales, se escogieron a tres por ser los más significativos: las obligaciones, el papel comercial, y la titularización de activos. No se escogió el financiamiento a través de acciones¹⁴, puesto que entre el 2013-2017, solo se han publicado prospectos de oferta pública secundaria, por lo que el cálculo de los costos es indeterminado. Entre los años 2013-2017, se han realizado alrededor de 466 emisiones de renta fija y renta variable. En el mercado de renta fija las distribuciones de las emisiones aprobadas por el ente regulador fueron de a siguiente manera; el 58% fueron emisiones de obligaciones, seguido por el Papel Comercial (28%), Titularización con el 10% (Véase la Tabla 17).

¹⁴ Durante este periodo, se han realizado tan solamente 18 publicaciones de acciones de los cuales en su totalidad fueron prospectos de oferta pública secundaria, de las cuales podemos mencionar a Artes Gráficas Senefelder C.A., Ingenio Azucarero del Norte, Surpapelcorp entre otros.

Tabla 17: Prospectos de Emisión Aprobados por la Superintendencia de Compañías (2013-2017)

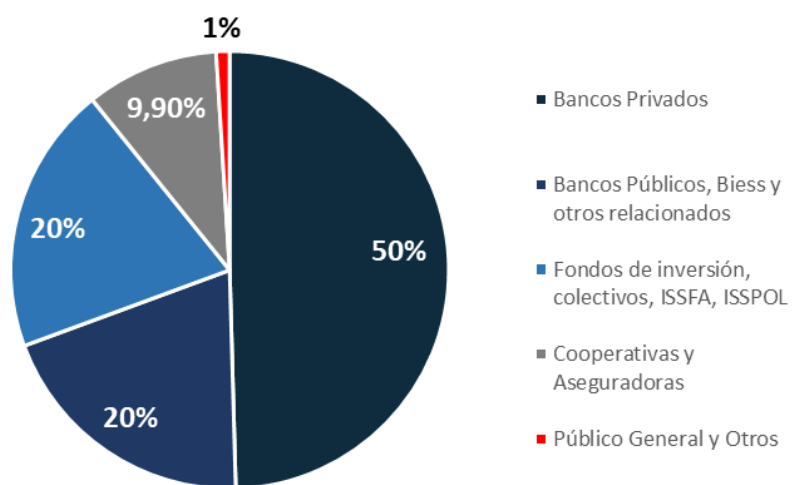
| Tipo de Papel | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| OBLIGACIONES | 67 | 61 | 52 | 27 | 63 |
| Mercantil | 65 | 60 | 49 | 26 | 63 |
| Financiero | 2 | 1 | 3 | 1 | 0 |
| PAPEL COMERCIAL | 29 | 26 | 23 | 32 | 20 |
| Mercantil | 25 | 26 | 23 | 32 | 20 |
| Financiero | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ACCIONES | 4 | 3 | 4 | 2 | 5 |
| Mercantil | 4 | 3 | 4 | 2 | 5 |
| Financiero | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TITULARIZACIONES | 21 | 13 | 6 | 4 | 4 |
| Mercantil | 18 | 10 | 5 | 3 | 1 |
| Financiero | 3 | 3 | 1 | 1 | 3 |
| TOTAL | 121 | 103 | 85 | 65 | 92 |

Fuente: Superintendencia de Compañías (SB)

Elaboración: Julio César Ortiz S

Los principales compradores de papeles en el Mercado de Renta Fija y Renta Variable son los bancos privados. Los operadores de la casa de valores Acciones y Valores Casa de Valores ACCIVAL S.A. declararon, que dentro del mercado de renta fija y renta variable se estima que los bancos privados abarcan el 50% de las compras de papeles de renta fija y variable (Véase Gráfico 12) del mercado. Por lo tanto, tan solo el 15% son papeles fueron comprados por fondos de inversión privados y menos del 1% por el público en general (ACCIVAL S.A, comunicación personal, 9 de febrero de 2019). Consecuentemente, el mercado de valores se va a ver influenciado directamente con las inversiones que realiza la banca privada por lo que, ante una eventual caída del sistema financiero, el Mercado de Valores se verá directamente afectado y por consiguiente los emisores de valores bajarán. Esta influencia por parte de los bancos privados se puede deber a dos factores. El primer factor se lo describe como desconocimiento por parte de la sociedad en general al no realizar inversiones por esta vía. El segundo factor, está relacionado con el acceso ya que el valor más económico son acciones de las cuales solo hay paquetes desde los USD 1.000. En base a lo expuesto, es primordial diversificar los compradores de papeles en el Mercado de Valores para evitar que una caída en las inversiones por parte de banca tradicional afecta a la dinámica de este mercado financiero.

Gráfico 12: Participación principales compradores de Papeles de Renta Fija y Renta Variable en el Mercado de Valores



Fuente: ACCIONES Y VALORES CASA DE VALORES S.A.

Elaboración: Julio César Ortiz S

Financiamiento a través de Mecanismos de Renta Fija

Obligaciones

Las obligaciones dentro del mercado de valores, son papeles de renta fija que permite al emisor obtener financiamiento de largo plazo. Se considera de largo plazo a aquellos papeles superiores a los 360 días. El emisor obtiene recursos a través de la captación de recursos del público (emisión de obligaciones), para financiar sus actividades productivas tales como la sustitución de pasivos, capital de trabajo, entre otros (BVQ, 2019). El emisor a través de un proceso de emisión reconoce títulos valor los cuales pueden ser materializados en un “papel físico” o desmaterializados. Estos títulos valores están respaldados bajo un colateral legal que garantice el pago de la emisión, esta garantía debe ser un Activo Libre de Gravamen para el funcionamiento de la emisión. Las compañías que están autorizadas a realizar una emisión de obligaciones son las siguientes:

1. Compañías de responsabilidad limitada (regulada por la Superintendencia de Compañías).
2. Compañías de sociedad anónima (regulada por la Superintendencia de Compañías).

3. Sociedades extranjeras con una sucursal domiciliada en Ecuador.
4. Organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

Para realizar una emisión de obligaciones, la compañía / sociedad, tiene que presentar ciertos documentos¹⁵ de índole legal y financiero. Por el lado legal, la compañía debe realizar una resolución del órgano administrativo competente, realizar una escritura de la Emisión, un convenio de representación de obligacionistas, contratos de Underwriting (solo si la casa de valores y la emisora lo desean) y un convenio con el agente pagador. Desde el lado financiero, el futuro emisor deberá presentar estados financieros auditados de los 3 últimos años y los balances con corte al mes más próximo del año actual y año pasado (BVQ, 2019). A continuación, se describirá con más detalle los principales actores y requerimientos de los emisores de Mercado de Valores:

1. Resolución del órgano administrativo competente. – Este primer requerimiento lo que busca es la aceptación de la Junta General de Accionistas. Adicionalmente se incorporará las características de la emisión (Monto, Plazo, etc.) y el monto máximo a emitir aprobado por la junta. (BVQ, 2019)
2. Escritura de Emisión. – Para que la emisión de obligaciones pueda ser emitida en mercado de valores, se debe realizar una escritura pública mediante la cual la empresa acepte los derechos y obligaciones del emisor y los obligacionistas (BVQ, 2019).
3. Convenio de Representación. – El emisor antes de emitir una obligación al mercado deberá contratar y acordar un representante de obligacionistas, este se dedicará a representar al emisor y velar por los intereses y derechos de los obligacionistas, este convenio solo estará vigente dentro de la vigencia del Emisor (BVQ, 2019). El representante de obligacionistas pueden ser las casas de valores registradas y previamente autorizadas en el Registro de Mercado de Valores (RMV) y aquellos estudios jurídicos que estén registrados y domiciliados en Ecuador (Debe tener una especialización bursátil).
4. Contrato de Underwriting. - Es un contrato entre una Casa de Valores y un Emisor, donde la Casa se conviene a garantizar la colocación de una parte o en la totalidad de las obligaciones del emisor. Serán solo objeto de contrato de Underwriting aquellos valores debidamente inscritos en el RMV. Este tipo de contratos no son obligatorios, serán opcionales tanto para la Casa de Valores como para el Emisor (BVQ, 2019).
5. Convenio con el Agente Pagador. – Los emisores podrán ser su propio agente pagador o designar a una institución financiera que esté sujeta y autorizada por las Superintendencia de Bancos. El designo de un agente pagador es netamente opcional. (BVQ, 2019)

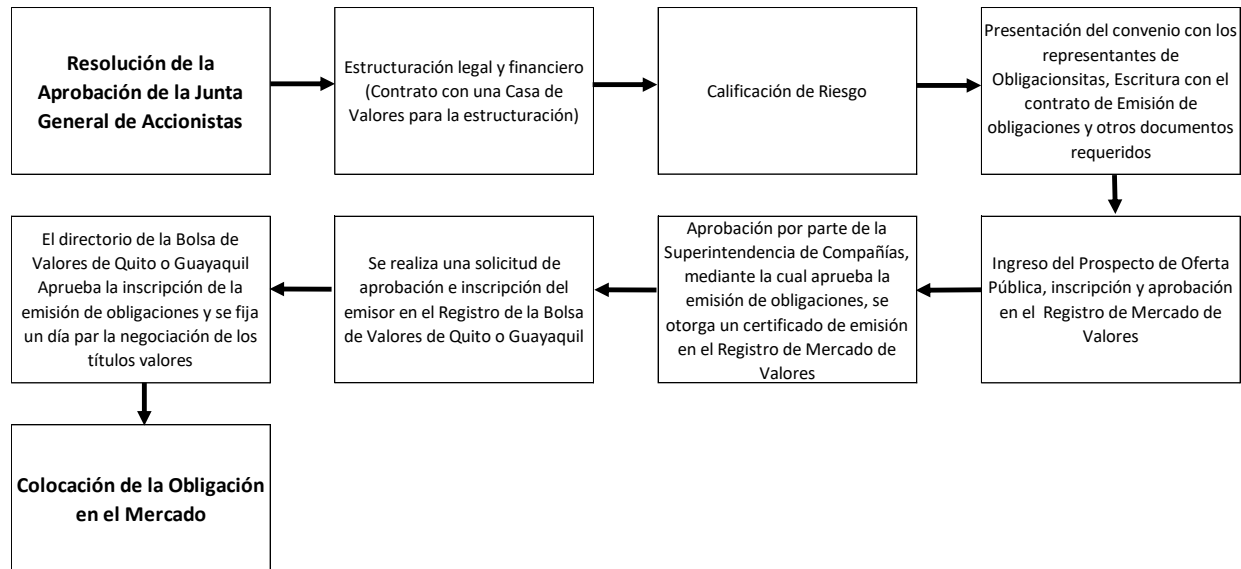
¹⁵ El costo para la elaboración de los documentos financieros y legales los afronta el emisor, en su mayoría estos son al corto plazo (alrededor del 70% del total de los costos). En el anexo H se describen todos los costos que los emisores afrontan producto de la emisión de Obligaciones. La datos fueron elaborados en base a los Prospectos de Emisión..

6. Elaboración de un prospecto de oferta pública. – El prospecto de Oferta Pública es un documento donde se encuentra toda la información financiera y legal de las empresas de mercado de valores, este será el documento por el cual la Superintendencia de Compañías apruebe la emisión para su inscripción y posteriormente la venta de sus obligaciones (BVQ, 2019). Dentro de este documento se encuentran:
 - a. Información General Sobre el Emisor.
 - b. Descripción General del Emisor.
 - c. Características de la emisión.
 - d. Información Económico-financiera del Emisor (Estados Financieros Auditados, Análisis Vertical y Horizontal, Proyecciones de los Estados Financieros, Activos Productivos e improductivos, Declaración juramentada del representante legal de la compañía emisora donde constate que la información presentada por el emisor es fidedigna y real).
 - e. Calificación de Riesgo.
 - f. Contrato con el Representante de Obligacionistas.
7. Calificación de Riesgo. – El emisor deberá contratar una calificadora de riesgos para que la emisión pueda ser efectuada, la calificación de riesgo mostrará al mercado de valores la capacidad de pago de sus obligaciones, su liquidez y solvencia Patrimonial (BVQ, 2019).
8. Inscripción en Registro de Mercado de Valores. – Es la autorización que la compañía solicita ante el Registro de Mercado de Valores para la aprobación del prospecto de la Emisión y la autorización de oferta pública (BVQ, 2019).
9. Inscripción en el Registro de la Bolsa de Valores de Quito o Guayaquil: Es el punto final para la aprobación de la emisión y posterior colocación. Las Bolsas de Valores aprueban su emisión y por ende comienza el proceso de circulación a través de la difusión del Prospecto de Oferta Pública de forma digital o Física (Se requerirá que se emitan 100 ejemplares los cuales serán difundidos en el Mercado de Valores).

La emisión de obligaciones requiere una gran variedad de documentos legales y financieros para su inscripción, aprobación y colocación de los títulos valores. Inicialmente, el Emisor y la Junta de Accionistas aprueban la emisión (Véase el Gráfico 13). Seguidamente se realiza una estructuración financiera legal y financiera con una Casa de Valores y se realiza un convenio con una firma jurídica para la representación de obligacionistas y con una calificadora de Riesgo para la respectiva calificación de la emisión. Una vez terminado el proceso de Estructuración por parte de la Casa de Valores, se realiza el Ingreso del Prospecto de Oferta Pública en el Registro de Mercado de Valores para su aprobación. Una vez aprobado, se envía el certificado de aprobación a la Bolsa de Valores para su difusión y colocación de los títulos valor en un día pactado por la junta de la Bolsa de Valores de Quito o Guayaquil. El estructurador de valores de renta fija de ACCIVAL S.A., Ing. Luís Narváez Viteri, declaró que un proceso una Emisión de Obligaciones puede tomar

90 días laborables hasta su aprobación y un máximo de 60 días¹⁶ hasta su colocación total (Ing. Luís Narváez Viteri comunicación personal, 8 de febrero de 2019).

Gráfico 13: Proceso para la aprobación y colocación de una Emisión de Obligaciones



Fuente: Bolsa de Valores de Quito (BVQ)

Elaboración: Julio César Ortiz S

Los costos directos e indirectos de una emisión de obligaciones se reducen según el monto de la emisión y el plazo. Para el análisis de los costos de valores se revisó todos los costos directos e indirectos que una emisión puede incurrir al salir a bolsa. En base a lo recopilado de los prospectos de emisión se determinó que, a medida que los montos en el mercado de obligaciones aumentan, los costos se reducen sustancialmente. Por ejemplo, para montos menores a los USD 5 millones, el costo total de una obligación es alrededor del 11%, mientras que, si el monto a emitir es superior a los USD 5 millones los costos se asemejan a las tasas de interés del crédito “Comercial Prioritario Corporativo” (Véase la Tabla 18). Adicionalmente, dentro del estudio se comprobó que las calificaciones de Riesgo no juegan un papel protagónico al momento de calcular el costo final de una obligación. Cabe recalcar que para los costos de emisión que no fueron incluidos dentro de los prospectos de emisión, se realizó el cálculo de los mismos en base a los costos del mercado. Dentro de los Costos Indirectos del Mercado de Valores se encuentran: los costos por estructuración, honorario agente colocador, representante de obligacionistas, calificadora

¹⁶La colocación puede ser inmediata, los 30 días aplica cuando la casa de valores no tiene un comprador por anticipado.

de riesgos, costos legales, decevale / agente pagador, registro en mercado de valores, registro, Inscripción y mantenimiento Bolsa de Valores, costos notariales e Impuestos.

Tabla 18: Tabla Resumen de los Costos Totales por Monto y Calificación de Riesgo de emitir Obligaciones en el Mercado de Valores ecuatoriano (2013-2017)

| AAA | Costo Total |
|---------------------|--------------------|
| >5.000.001 | 9,69% |
| 3.000.001-5.000.001 | 10,55% |
| 2.000.001-3.000.000 | 12,19% |
| 1.000.001-2.000.000 | 12,85% |
| AAA- | |
| >5.000.001 | 8,96% |
| 3.000.001-5.000.000 | 11,26% |
| 2.000.001-3.000.000 | 13,46% |
| 1.000.001-2.000.000 | 11,70% |
| AA+ | |
| >5.000.001 | 11,06% |
| 3.000.001-5.000.000 | 10,94% |
| 2.000.001-3.000.000 | 11,57% |
| 1.000.001-2.000.000 | 14,30% |
| AA | |
| >5.000.001 | 10,31% |
| 3.000.001-5.000.001 | 11,13% |
| 2.000.001-3.000.000 | 11,19% |
| 1.000.001-2.000.000 | 12,77% |
| <1.000.000 | 14,99% |
| AA- | |
| >5.000.000 | 9,98% |
| 3.000.001-5.000.001 | 11,05% |
| 2.000.001-3.000.000 | 11,96% |
| 1.000.001-2.000.000 | 12,66% |
| <1.000.000 | 13,75% |
| A+ | |
| >5.000.000 | 10,65% |
| 1.000.001-2.000.000 | 10,47% |
| <1.000.000 | 15,93% |
| A | |
| 3.000.001-5.000.001 | 11,32% |
| 1.000.001-2.000.000 | 12,19% |
| A- | |
| >5.000.000 | 9,80% |

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG)- Prospectos de Emisión

Elaboración: Julio César Ortiz S

Calculo de los costos promedios ponderados de las Obligaciones en Mercado de Valores

Una vez obtenido los costos de emitir una obligación según su plazo y su calificación de riesgo, se procederán a realizar el cálculo de los costos promedios ponderados de la Emisión de Obligaciones para una empresa típica del sector bananero. Para el cálculo se tomó en consideración el número de empresas por patrimonio, la cantidad máxima que un emisor puede emitir en el mercado de valores y los costos directos e indirectos obtenidos en los prospectos de emisión. Primeramente, se segmentó por categoría a

las empresas según su Patrimonio. Dentro del cálculo se multiplicó al patrimonio de las empresas formales del sector bananero por dos, porque según el Código Orgánico Monetario y Financiero un emisor no puede tener valores en circulación superior a dos veces su Patrimonio, caso contrario deberá constituir garantías por 1,2 veces el monto excedido (Financiero, 2014). Por lo tanto, se escogieron a 242 potenciales emisores en base a la mínima Oferta Pública en Mercado de Valores (Emisor Papizzec USD 800.000) de las 550 empresas que se escogieron para el estudio, solamente el 44,64% del total de las empresas del sector bananero pueden emitir hasta USD 2.000.000. Una vez realizada la segmentación se calcularon los costos Directos e Indirectos por el tipo de crédito (Véase la tabla 19). En base a la información obtenida, la tasa de interés promedio ponderada se concentrará según la capacidad máxima que la mayoría de empresas del sector bananero son capaces de adquirir. Al final se concluyó que el costo promedio ponderado total para una emisión de una empresa típica del sector va a ser del 11,88% del total de la emisión.

Tabla 19: Resumen Costos Promedios Ponderados de la Emisión Obligaciones (2013-2017)

| Monto de la Emisión | Número de Empresas por Patrimonio, potenciales emisores (2013-2017)* | % Participación del Total de Empresas del Sector Bananero (potenciales emisores) | Costos Directos + Indirectos |
|---|--|--|------------------------------|
| Menor a 2.000.000 | 145 | 44,64% | 5,90% |
| 2.000.001-3.000.000 | 26 | 15,62% | 1,84% |
| 3.000.001-4.000.000 | 11 | 8,04% | 0,88% |
| 4.000.001-5.000.000 | 16 | 7,58% | 0,83% |
| mayor a los 5.000.001 | 44 | 24,13% | 2,42% |
| Tasa de Interés Promedio Ponderada (2013-2017) | | | 11,88% |

*El patrimonio de las empresas del sector bananero está multiplicado por dos

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG)- Prospectos de Emisión

Elaboración: Julio César Ortiz S

Emitir una obligación en Mercado de Valores es inviable para la empresa promedio del sector bananero. Primeramente, la tasa de interés que la empresa típica del sector bananero va a adquirir es relativamente alta en comparación con otras fuentes de financiamiento del mercado. Si se sustraen los costos indirectos, las tasas de interés de las obligaciones son competitivas, al menos en comparación con el crédito Comercial Prioritario Corporativo. Sin embargo, los costos de estructuración, colocación y calificación de riesgo hacen que el crédito a través de esta fuente sea inviable para más del 60% de los potenciales emisores, es decir, de las 242 empresas del sector bananero tan solo 41 empresas pueden emitir un costo por debajo de un crédito tradicional de la banca privada. Segundo, los requisitos para una calificación de riesgo son extensos, solicitan demasiada información contable¹⁷, además de que los emisores de una obligación según el Código Orgánico Monetario y Financiero deben tener resguardos y compromisos con la finalidad de salvaguardar el monto a emitir (Financiero, 2014). Como, por ejemplo, tener un índice de razón corriente mayor a uno y activos reales sobre pasivos mayor a uno. Tercero, el financiamiento a través de

¹⁷ Véase el Anexo G donde se muestran los requisitos que un emisor de valores debe cumplir como mínimo.

Mercado de Valores no cuenta con el mismo sigilo que las fuentes de financiamiento tradicionales, ya que las ofertas en su mayoría son de tipo públicas (transparencia) y por añadidura toda su información financiera y contable de la empresa va a ser visible. Cuarto, con respecto al tiempo de respuesta, un proceso de emisión de valores puede tomar alrededor de 150 días desde su estructuración hasta su colocación. En conclusión, el financiamiento para las empresas del sector bananero a través de una emisión de obligaciones es actualmente inviable debido a los altos costos de financiamiento (transaccionales principalmente), a la transparencia del mercado de valores, si se toma en consideración que pueden obtener financiamiento a través de empresas offshore (secretismo), al alto tiempo de espera y la gran cantidad de requisitos que las empresas del sector bananero deben cumplir.

Papel Comercial

El Papel Comercial, son títulos de renta fija de corto plazo, por lo tanto, los montos de emisión tienen plazos inferiores a los 360 días. Sin embargo, dentro de estas emisiones se caracteriza por tener programas para la oferta pública de valores hasta 720 días¹⁸ que permiten al emisor volver a colocar títulos valor (BVQ, 2019). Los programas de emisión muestran el monto máximo que un emisor puede emitir en el Mercado de Valores, a través del recurso de la revolvencia. La aplicación de este recurso implica que los emisores pueden volver a emitir, pagar, recomprar o colocar nuevos títulos valor por una sola vez, siempre y cuando este monto no supere al monto total del programa. Sin embargo, el emisor deberá cancelar su deuda hasta terminado los 720 días del plazo otorgado en el Registro de Mercado de Valores (Programa de Emisión).

Para realizar una emisión de Papel Comercial, la compañía / sociedad, tiene que presentar ciertos documentos de índole legal y financiero¹⁹. Los requerimientos son los mismos que la emisión de obligaciones. Por un lado, tiene requerimientos legales, los cuales son, la resolución del órgano administrativo competente, la escritura de la Emisión, entre otros documentos. Por el lado del emisor deberá presentar como requisito indispensable estados financieros auditados de los 3 últimos años y los balances con corte al mes más próximo del año actual y año pasado. (BVQ, 2019). A continuación, se describirá los requerimientos que son necesarios para la aprobación y colocación del papel comercial, pero debido a la similitud con las obligaciones solo se va a mencionar los papeles que son necesarios:

1. Resolución del órgano administrativo competente

¹⁸ El plazo del programa es de 720 días, es decir que el emisor tiene ese plazo para emitir nuevos títulos valor por 360 días por una sola vez (revolvencia).

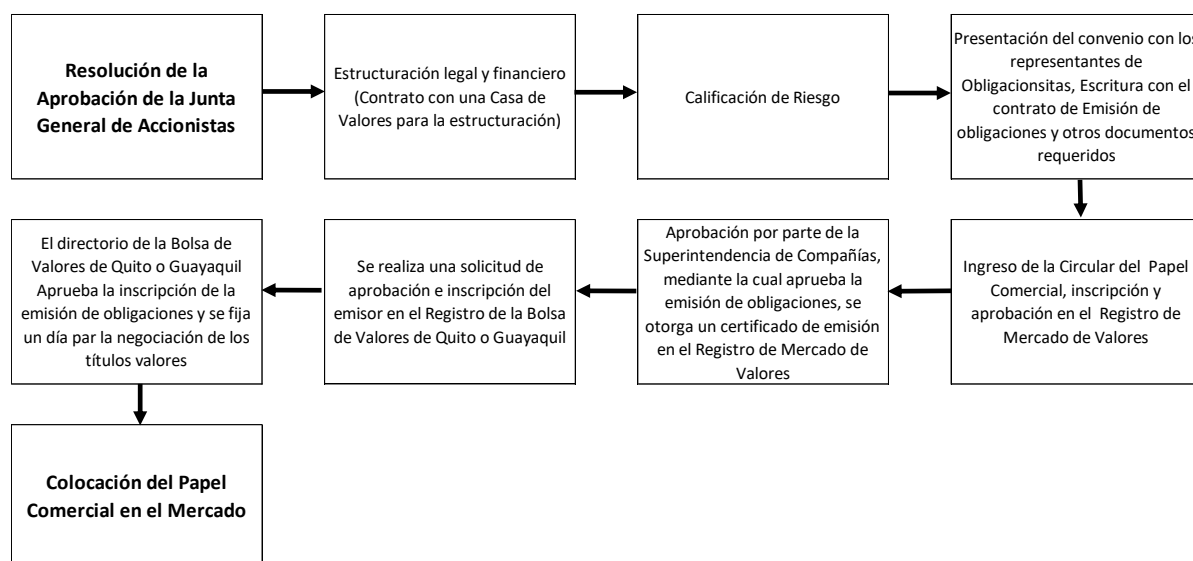
¹⁹ El costo para la elaboración de los documentos financieros y legales los afronta el emisor, en su mayoría estos son al corto plazo (alrededor del 70% del total de los costos). En el anexo I se describen todos los costos que los emisores afrontan producto de la emisión de Papel Comercial. Los datos fueron elaborados en base a los Prospectos de Emisión.

2. Escritura de Emisión.
3. Convenio de Representación.
4. Contrato de Underwriting (Opcional)
5. Convenio con el Agente Pagador
6. Elaboración de la Circular de Oferta Pública. – El equivalente al Prospecto de Oferta Pública de la Obligación.
7. Calificación de Riesgo
8. Inscripción en Registro de Mercado de Valores
9. Inscripción en el Registro de la Bolsa de Valores de Quito o Guayaquil

El proceso de aprobación y colocación del Papel Comercial es similar al de las Obligaciones. Por lo tanto, primero se debe presentar la resolución de la aprobación de la junta General de Accionistas (Véase el Gráfico 14) donde se especifica el monto y el plazo máximo de la emisión. Seguidamente se realiza los procesos de estructuración de Valores en conjunto con la Calificación de Riesgo y la presentación del convenio de obligacionistas. Seguidamente se ingresa la Circular de Oferta Pública y se realiza la aprobación por parte de la Superintendencia de Compañías. Una vez ingresado se realiza el proceso de inscripción, aprobación y colocación en la bolsa de valores de Quito o Guayaquil. La junta determina un día para su colocación y difusión de la Circular de la Oferta Pública. El Ing. Luis Narváez Viteri declaró que los plazos promedio para un papel comercial son menores que los de Obligaciones y estos son de 60 días para procesos de estructuración y aprobación en la Superintendencia de Compañías y 30 días para su colocación en bolsa de Valores²⁰ (Ing. Luís Narváez Viteri comunicación personal, 8 de febrero de 2019). Como se mencionó anteriormente el proceso de aprobación del papel comercial es similar al de las Obligaciones, la diferencia es que la emisión es de corto plazo, por lo tanto, su demanda es mucho más alta adicionalmente no requiere información a detalle sobre el entorno empresarial en el que se desenvuelve y el tiempo de espera para este valor es menor en 60 días a las obligaciones.

²⁰ La colocación puede ser inmediata, los 30 días aplica cuando la casa de valores no tiene un comprador por anticipado.

Gráfico 14: Proceso para la aprobación y colocación de un Papel Comercial



Fuente: Bolsa de Valores de Quito (BVQ)

Elaboración: Julio César Ortiz S

Los costos directos e indirectos de una emisión de papel comercial se basan dependiendo del monto y el plazo de la emisión. Para el análisis de los costos del papel comercial, se recurrió primero a la bolsa de valores de Guayaquil, quienes facilitaron con la información de los rendimientos para papel comercial (costos directos) y los prospectos de emisión para los costos indirectos. En base a lo recopilado, la dinámica en comparación con obligaciones se repitió, sin embargo, al ser papeles de corto plazo los rendimientos fueron considerablemente inferiores, tan solamente para este tipo de título valor, los costos se asemejan a las tasas de interés del crédito “Comercial Prioritario Corporativo” de bancos privados. Sin embargo, a diferencia de las Obligaciones, el costo de emitir un Papel Comercial radica que a partir de la emisión de montos superiores a los USD 3 millones, estos son más bajos que las fuentes de financiamiento tradicional (Véase la Tabla 20). Adicionalmente, dentro del estudio se confirmó que las calificaciones de riesgo de papel comercial siguieron el mismo patrón que las de obligaciones. Cabe recalcar que los costos de emisión que no fueron incluidos dentro de los prospectos de emisión, se realizó el cálculo de los mismos en base a los costos del mercado y fuentes oficiales. Dentro de los costos Indirectos del Mercado de Valores para papel comercial se encuentran, los costos por estructuración, honorario agente colocador, representante de obligacionistas, calificadora de riesgos, costos legales, decevale / agente pagador, registro en Mercado de Valores, registro, inscripción y mantenimiento Bolsa de Valores, costos notariales e impuestos.

Tabla 20: Tabla Resumen de los Costos Directos e Indirectos Promedios del Papel Comercial en el Mercado de Valores ecuatoriano (2013-2017)

| | |
|---------------------|--------|
| AAA | |
| 1.000.000-2.000.000 | 8,91% |
| 2.000.001-3.000.00 | 8,40% |
| 3.000.001-4.000.000 | 7,37% |
| 4.000.001-5.000.000 | 7,35% |
| >5.000.000 | 6,45% |
| AAA- | |
| 1.000.000-2.000.000 | 9,78% |
| 2.000.001-3.000.00 | 6,99% |
| 3.000.001-4.000.000 | 8,84% |
| 4.000.001-5.000.000 | 10,47% |
| >5.000.000 | 7,76% |
| AA+ | |
| 1.000.000-2.000.000 | 11,84% |
| 2.000.001-3.000.00 | 9,25% |
| 3.000.001-4.000.000 | 9,31% |
| 4.000.001-5.000.000 | 9,79% |
| >5.000.000 | 8,43% |
| AA | |
| 1.000.000-2.000.000 | 11,82% |
| 2.000.001-3.000.00 | 8,34% |
| 3.000.001-4.000.000 | 9,61% |
| >5.000.000 | 7,02% |
| AA- | |
| 1.000.000-2.000.000 | 11,97% |
| 3.000.001-4.000.000 | 6,25% |
| 4.000.001-5.000.000 | 6,25% |
| A+ | |
| 1.000.000-2.000.000 | 12,13% |

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG)- Prospectos de Emisión

Elaboración: Julio César Ortiz S

Calculo de los costos promedios ponderados del Papel Comercial en Mercado de Valores

Una vez obtenido los costos de emitir un papel comercial según su plazo y su calificación de riesgo, se procedió a realizar el cálculo de los costos promedios ponderados de la Emisión de Papel Comercial para una empresa del sector bananero. Para el cálculo se tomó en consideración el número de empresas por

patrimonio, la cantidad máxima que un emisor puede emitir en el mercado de valores y los costos directos e indirectos obtenidos en los prospectos de emisión. Primeramente, se segmentó por categoría a las empresas según su Patrimonio promedio durante los últimos cinco años, de las cuales se escogieron 242 empresas, las cuales pueden emitir hasta USD 2.000.000. Una vez realizada la segmentación se calcularon los costos Directos e Indirectos por el tipo de crédito (Véase la tabla 21). En base a la información obtenida, la tasa de interés promedio ponderada se concentrará según la capacidad máxima que la mayoría de empresas del sector bananero son capaces de adquirir. Al final se concluyó que el costo total para la emisión de una empresa típica del sector va a ser del 9,35% del total de la emisión.

Tabla 21: Resumen de los Costos Emisión de Papel Comercial

| Monto de la Emisión | Número de Empresas por Patrimonio, potenciales emisores (2013-2017)* | % Participación del Total de Empresas del Sector Bananero (potenciales emisores) | Costos Directos + Indirectos |
|---|---|---|-------------------------------------|
| Menor a 2.000.000 | 76,60 | 44,6% | 4,9% |
| 2.000.001-3.000 | 26,80 | 15,6% | 1,3% |
| 3.000.001-4.000.000 | 13,80 | 8,0% | 0,7% |
| 4.000.001-5.000.000 | 13,00 | 7,6% | 0,6% |
| mayor a los 5.000.001 | 41,40 | 24,1% | 1,8% |
| Tasa de Interés Promedio Ponderada (2013-2017) | | | 9,35% |

*El patrimonio de las empresas del sector bananero está multiplicado por dos

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG)- Prospectos de Emisión

Elaboración: Julio César Ortiz S

En conclusión, los costos de emitir un papel comercial para una empresa típica del sector bananero son relativamente bajos, si se compara con el financiamiento a través de bancos privados. Sin embargo, la transparencia de la información (preferencia por las empresas Offshore) y el tiempo de la emisión hace que sea inviable para una empresa del sector bananero. En contraste con las obligaciones, otro de los factores que hacen que este mecanismo no sea popularizado, se debe principalmente a los altos requisitos que exige el Mercado de Valores.

Titularización

La titularización²¹ según (BVQ, 2019), es un proceso jurídico, en el cual existen ciertas expectativas de flujo de fondos futuros previsibles. El mecanismo de la titularización consiste en transferir un activo con flujos

²¹ El costo para la elaboración de los documentos financieros y legales los afronta el emisor, en su mayoría estos son al corto plazo (alrededor del 70% del total de los costos). En el anexo J se describen todos los costos que los emisores afrontan producto de la emisión de titularización. Los datos fueron elaborados en base a los Prospectos de Emisión.

futuros a un Patrimonio Autónomo a través de un fideicomiso. El Originador transfiere los derechos o “títulos valor” a cambio de liquidez inmediata para su operación. Por el otro lado, los inversionistas, van a recibir los flujos futuros del activo titularizado. El proceso de titularización se lo puede realizar a través de la creación de fondos colectivos de inversión o fideicomisos mercantiles. La titularización en su constitución, busca fijar un punto de equilibrio financiero que este en relación al reglamento de Gestión de Riesgos. (BVQ, 2019). Cabe mencionar que la negociación de los “títulos valor” se lo realiza a través de las Casas de Valores quienes están autorizadas a negociar en las dos bolsas de valores de Quito y Guayaquil. Según la bolsa de valores de Quito en el mercado de valores se realizan cuatro tipos de los cuales se van a describir a continuación:

1. Titularización de Cartera. - Este mecanismo transfiere los derechos de pago que recibe una compañía a un inversionista. Este mecanismo premia con los rendimientos y los ingresos por los flujos futuros percibidos. Dentro del mercado de valores solo se pueden estructurar carteras de la misma clase y su monto máximo de emisión no puede superar el 100% del capital insoluto transferido al Patrimonio Autónomo (BVQ, 2019). Solamente la titularización se puede emitir por tramos, es decir emitirse a varios periodos distintos, como por ejemplo la tercera titularización de cartera de IASA en el año 2013. El plazo de oferta pública de la titularización de cartera no puede exceder los 18 meses calendario (BVQ, 2019). Para la emisión de una titularización de cartera se requerirán ciertos documentos adicionales a los requisitos generales descritos más adelante. Entre estos requisitos especiales se encuentran:
 - a. Descripción del tipo de cartera. - Edad promedio, número de deudores, Valor promedio de los créditos, calificación de riesgo, tasa de interés efectiva promedio, garantías, entre otros. (BVQ, 2019).
 - b. Valoración realizada de la cartera por la comisión especial de activos de riesgo y la calificadora de riesgo, auditora externa (BVQ, 2019).
 - c. Índice de Siniestralidad.
2. Titularización de Inmuebles. - Este mecanismo de financiamiento consiste en transferir uno o dos inmuebles a un Patrimonio Autónomo. Seguidamente, se traspasa a una sociedad fiduciaria quién emite los títulos valor. A diferencia de la titularización de cartera, este mecanismo no puede sobrepasar el 90% del valor presente de los flujos proyectados, del cual se descontará la tasa activa referencial de la última semana (BVQ, 2019). Para el caso de la titularización de Inmuebles se solicitarán los siguientes requisitos adicionales:
 - a. Descripción detallada del inmueble.
 - b. Índice de desviación y metodología utilizada.
 - c. Descripción de Seguros para mitigar riesgos futuros.

- d. Avalúos realizados por peritos externos (BVQ, 2019).
3. Titularización de Proyectos Inmobiliarios. - A diferencia de la titularización de inmuebles, este mecanismo consiste en la participación de títulos mixtos que incorporen el desarrollo de un proyecto inmobiliario, es decir, en la titularización de inmuebles se obtiene un flujo futuro por un “arrendamiento”. Por el otro lado, la titularización de proyectos inmobiliarios se basa en desarrollar un proyecto inmobiliario para obtener réditos futuros. Este mecanismo no podrá sobrepasar el 100% del presupuesto total del proyecto (BVQ, 2019). Los requisitos adicionales para el proceso de titularización son:
- a. Descripción detallada del inmueble.
 - b. Descripción del proyecto inmobiliario.
 - c. Duración estimada del proyecto.
 - d. Experiencia del Constructor o empresa líder del proyecto.
 - e. Detalle del fiscalizador de la obra.
 - f. Índice de desviación
 - g. Contratos de construcción, fiscalización y garantías bancarias o pólizas de fiel cumplimiento. (BVQ, 2019).
 - h. Detalle de las Pólizas de Seguro que permitirán mitigar riesgos futuros.
4. Titularización de flujos de fondos en general. - Este mecanismo busca transferir flujos futuros de un proyecto a un Patrimonio Autónomo, como, por ejemplo, la concesión de los ingresos de un peaje para la construcción de una carretera. Sin embargo, la Ley de Mercado de valores, exige que para realizar el proceso de titularización debe haber por lo mínimo 3 años de información histórica (excepción del impacto del proyecto) y futura. Para el caso de nuevos proyectos se debe acreditar que se tiene una relación jurídica y que los flujos futuros son realmente predecibles (BVQ, 2019). El valor de la emisión no podrá sobrepasar el 90% del valor presente de los flujos requeridos y se descontará la tasa activa referencial impuesta por el Banco Central del Ecuador. Como se mencionó anteriormente, para el caso de futuros proyectos que van a existir en el futuro (son altamente probables), el valor de la emisión no podrá sobrepasar el 50% del valor presente de los flujos requeridos, descontados la tasa activa referencial (BVQ, 2019). Este mecanismo de financiamiento se basa en transferir un flujo de fondos futuros (los cuales son previsibles) a un patrimonio autónomo, quien tiene derecho de cobro. Para que una empresa o institución financiera obtenga financiamiento. Los requisitos adicionales al estándar de requerimiento de titularizaciones son

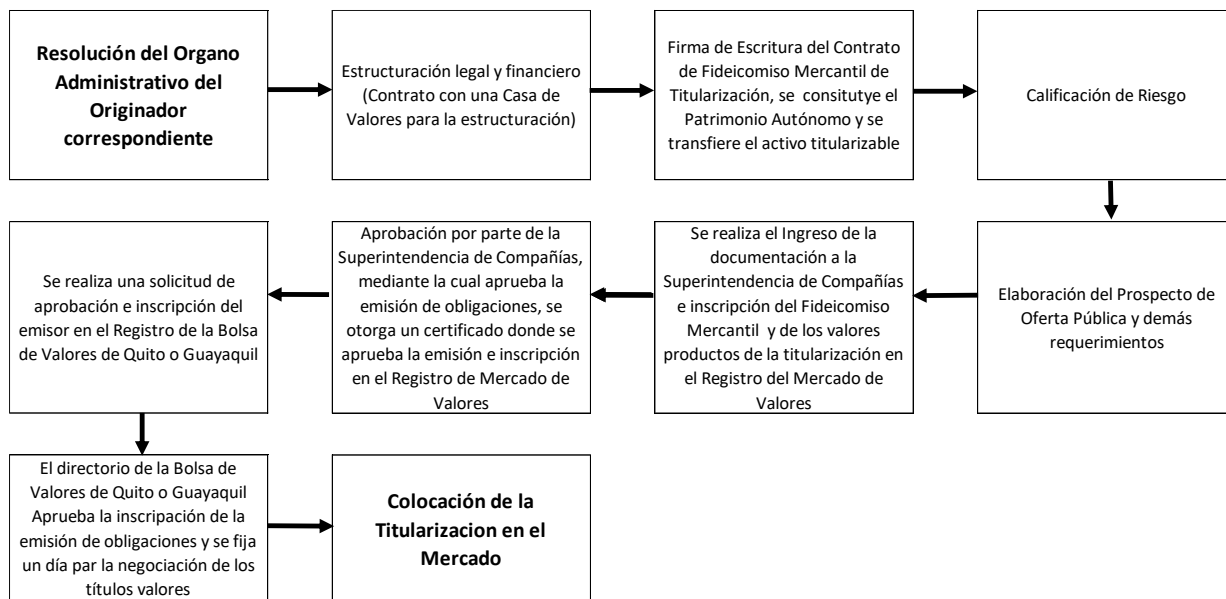
- a. Descripción detallada del activo y el proyecto titularizado.
- b. Estudio Técnico.
- c. Etapas y duración del proyecto.
- d. Factibilidad del proyecto.
- e. Experiencia del Constructor o empresa líder del proyecto.
- f. Detalle del fiscalizador de la obra.
- g. Pólizas y Garantías para mitigar el riesgo del proyecto.
- h. Avalúos realizados por peritos calificados.
- i. Índice de desviación.
- j. Característica de los activos.
- k. Análisis del flujo de efectivo esperado (BVQ, 2019).
- l. Relación costos y gastos que van a ser asumidos con los activos del Patrimonio (BVQ, 2019).
- m. Garantías adicionales en caso de que se requiera.

El proceso de estructuración comprende alrededor de 120 días laborables dependiendo el tipo de activo a titularizar. El proceso comienza con la aprobación del órgano administrativo del originador (Véase el Gráfico 15), seguido, se realiza un proceso de estructuración financiera y legal, donde se constituye un Patrimonio Autónomo. Una vez realizada la constitución se realiza el proceso de calificación de Riesgo, es decir a diferencia de las obligaciones y el papel comercial, la calificación va dirigido al activo a titularizar más no a la compañía. Hay casos en los que se titulariza más de un activo por lo que una emisión puede tener varias calificaciones. Posterior a la calificación de riesgo y la estructuración financiera y legal, se realiza un Prospecto de Oferta Pública el cual se aprueba en la Superintendencia de Compañías y en la Bolsa de Valores de Quito o Guayaquil. Finalmente, terminada la aprobación se realiza una junta con los directorios de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil para fijar el día que se va a colocar la emisión (BVQ, 2019). Como se mencionaba en párrafos anteriores, dentro de los procesos de estructuración de una titularización se requiere una serie de documentos legales y financieros adicionales. El objetivo principal de la recolección de la información es poder constatar que los flujos futuros sean previsibles. Además, el uso que se hace de la información es tratar de mitigar la asimetría de información de un proyecto. A

continuación, se va a describir brevemente los requisitos que aplican a todos los tipos de titularización (a estos requisitos se les debe adicionar a los requisitos mencionados anteriormente):

1. Escritura Pública del Fideicomiso Mercantil de Titularización.
2. Elaboración de un Prospecto de Oferta Pública.
3. Elaboración de un Reglamento de Gestión.
4. Calificación de Riesgo.
5. Inscripción en el Registro de Mercado de Valores.
6. Inscripción en el Registro de la Bolsa de Valores de Quito.

Gráfico 15: Proceso para la aprobación y colocación de una Emisión de Titularización



Fuente: Bolsa de Valores de Quito (BVQ)

Elaboración: Julio César Ortiz S

Los costos directos e indirectos de una emisión de la titularización de activos, al igual que los otros títulos valor previamente analizados, se reducen según el monto y al plazo máximo a emitir. Al igual que papel comercial y obligaciones, para el análisis de los costos promedio ponderados, se revisó todos los costos de las titularizaciones de activos según el monto de emisión y plazo. Para obtener el costo final, se sustrajo de los Prospectos de Emisión los costos directos e indirectos. En base a lo recopilado de los prospectos de emisión se determinó que, a medida que los montos en el mercado de las titularizaciones de activos

aumentan, los costos se reducen sustancialmente, es decir, para montos menores a los USD 5 millones, el costo total de una titularización es alrededor del 12%, sin embargo, si el monto a emitir es superior a los USD 10 millones, los costos se asemejan a las tasas de interés del crédito “Comercial Prioritario Corporativo” (Véase la Tabla 22). Adicionalmente, dentro del estudio se comprobó que tanto para el papel comercial como para las obligaciones y las titularizaciones. Las calificaciones de Riesgo no juegan un papel protagónico al momento de calcular el costo final de una obligación. Cabe recalcar que los costos de emisión que no fueron incluidos dentro de los prospectos de emisión, se realizó el cálculo de los mismos en base a los costos del mercado. Dentro de los costos indirectos del Mercado de Valores se encuentran, los costos por registro en Mercado de Valores, registro, Inscripción y mantenimiento Bolsa de Valores, costos Notariales e Impuestos.

Tabla 22: Tabla Resumen de los Costos Directos e Indirectos de las Titularizaciones en el Mercado de Valores ecuatoriano (2013-2017)

| Calificación y Monto | Costo Total |
|----------------------|-------------|
| AA | |
| 2.000.000-3.000.000 | 12,7% |
| AAA | |
| <5.000.000 | 11,7% |
| 5.000.001-10.000.000 | 10,5% |
| <10.000.001 | 10,1% |
| AAA- | |
| <5.000.000 | 12,3% |
| 5.000.001-10.000.000 | 11,0% |
| <10.000.001 | 9,7% |

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG)

Elaboración: Julio César Ortiz S

Calculo de los costos promedio ponderado de la emisión de Titularización en Mercado de Valores

La titularización de activos es el mecanismo menos concurrido del mercado de valores, esto se debe principalmente por su alto costo de Emisión. Para el cálculo de los costos directos e indirectos, se tomó en consideración todos los prospectos emitidos durante el año 2013-2017. La ponderación se realizó de manera distinta al cálculo de las obligaciones y el papel comercial. Esto se debe a que no hay información de emisiones menores a los USD 2 millones dentro del periodo de estudio. Según la información recolectada, se dividió en 3 clases distintas. La primera, aquellas emisiones que sean menores a los USD 5 millones, la segunda entre USD 5 millones a USD 10 millones, y finalmente las emisiones superiores a los USD 10 millones (Véase la Tabla 23). A diferencia de la emisión de papel comercial, la titularización es rentable para el emisor siempre y cuando sea al largo plazo, es decir mayor a los 4 años o sea por montos

superiores a los USD 10 millones. Finalmente, la tasa de interés que una empresa típica del sector bananero puede endeudarse es del 11,77%²².

Tabla 23: Resumen de los Costos Promedios Ponderados de la Emisión de Titularizaciones

| Monto de la Emisión | Número de Empresas por Patrimonio, potenciales emisores (2013-2017)* | % Participación del Total de Empresas del Sector Bananero (potenciales emisores) | Costos Directos + Indirectos |
|---|---|---|-------------------------------------|
| Menor a 5.000.000 | 130,2 | 75,87% | 9,27% |
| 5.000.001-10.000.000 | 22,4 | 13,05% | 1,39% |
| mayor a los 10.000.001 | 19 | 11,07% | 1,11% |
| Tasa de Interés Promedio Ponderado (2013-2017) | | | 11,77% |

*El patrimonio de las empresas del sector bananero está multiplicado por dos

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG)

Elaboración: Julio César Ortiz S

En conclusión, la emisión de una titularización para una empresa típica del sector bananero no es viable. Primeramente, por ser altamente costoso, si no se realiza para montos mayores a los USD 10 millones, los costos promedios ponderados son superiores al 11%. Segundo, solamente el 11,07% del total de las compañías son capaces de financiarse a través de este mecanismo. Tercero, a diferencia del papel comercial y las obligaciones, las compañías deben tener un activo con rendimientos previsibles. Cuarto, en contraste con los anteriores mecanismos, la transparencia de este mecanismo dificulta su acceso. Quinto, el plazo de espera es demasiado largo en comparación con las obligaciones y el papel comercial (más de 150 días). Sexto, el mecanismo de la titularización exige una gran cantidad de requisitos extras en comparación con otros mecanismos de financiamiento. El financiamiento a través de Titularización es inviable debido a que presenta grandes barreras de entrada para las empresas del sector bananero, este mecanismo es el de menor acceso de Mercado de Valores.

Análisis del Financiamiento a través de la Inversión Extranjera Directa (IED)

La Inversión Extranjera Directa en Ecuador, funciona a través de una empresa o un proyecto que necesita financiamiento; sin embargo, también se cataloga a la inversión realizada por compañías transnacionales con el objetivo de ampliar su capacidad productiva. Pero por los objetivos del presente estudio, solo se va a desarrollar aquella inversión que proviene con fines de financiamiento a empresas ya existentes. Como se mencionaba anteriormente, las empresas solicitan financiamiento externo para poder cumplir con sus expectativas de crecimiento, además según Buckley y Casson (1976), describen dos razones por las cuales las empresas utilizan este mecanismo:

²² Para el estudio de las titularizaciones, se usó la misma población objetivo del Papel Comercial y las Obligaciones.

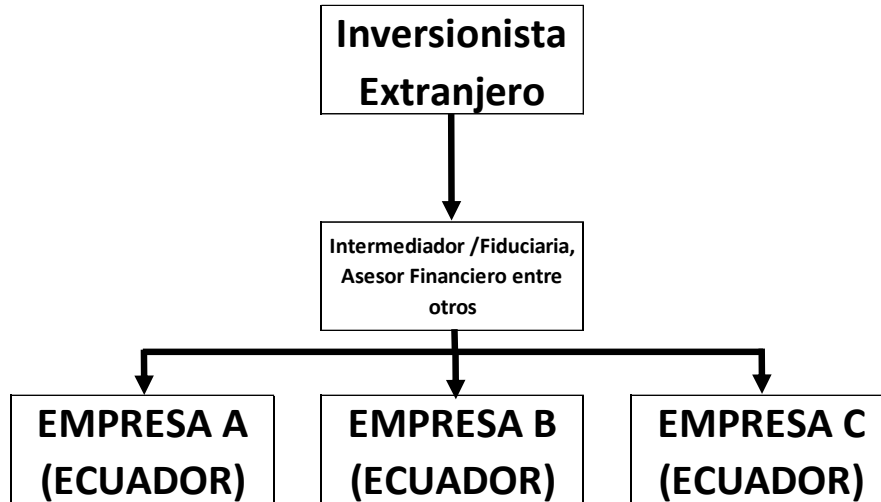
1. Las empresas internalizan los mercados externos imperfectos hasta que los costos de una mayor internalización superen los beneficios.
2. Las empresas eligen ubicaciones para sus actividades constitutivas que minimizan los costos generales de sus operaciones.

Con esto, las empresas buscan llamar la atención de inversores extranjeros. Adicionalmente, según Buckley et al (2007), existen 3 tipos de búsqueda de inversión extranjera directa:

1. Búsqueda de IED en el mercado: por razones tradicionales de apoyo al comercio, para acceder a las redes de distribución, facilitar las exportaciones de los productores nacionales y aumentar las exportaciones del país receptor a otros mercados grandes y de rápido crecimiento.
2. La IED en busca de eficiencia: se producirá cuando los inversores externos busquen ubicaciones de menor costo para las operaciones, en especial en la búsqueda de mano de obra de menor costo.
3. La IED en la búsqueda de recursos: ocurre en economías emergentes para adquirir o asegurar el suministro de materias primas y fuentes de energía que escasean en el país de origen.

Primeramente, la necesidad de una compañía (privada o pública) por cumplir con sus operaciones dentro del corto y largo plazo son incentivos para buscar financiamiento a través de fuentes externas. Esto se debe a que la oferta financiera doméstica no satisface a las ambiciones del solicitante. Por ello, va a solicitarla a través de varios mecanismos. La primera es a través de un asesor financiero que le facilite con el fronting ante los inversionistas extranjeros; La asesoría a través del Estado ecuatoriano. Puede realizarlo de manera personal, aunque este mecanismo sea el menos eficaz debido a que los bancos y fondos internacionales se basan en la confianza y en el riesgo percibido dentro del mercado. Por lo tanto, una vez que la empresa contacta y acepta las condiciones del inversionista extranjero, se realiza una serie de mecanismos para garantizar el repago de la inversión, estos pueden ser como por ejemplo a través de fideicomisos (Véase el Gráfico 16).

Gráfico 16: Funcionamiento de la Inversión Extranjera Directa en Ecuador



Fuente: DINAMO S.C.C

Elaboración: Julio César Ortiz S.

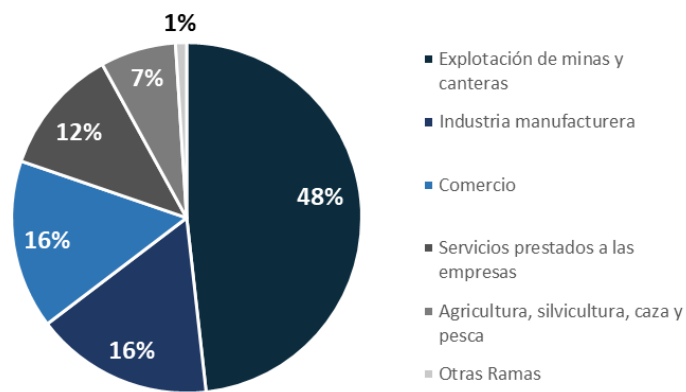
Antes de realizar una inversión en un país específico, un inversionista estudiará la situación de dicho país. Por lo que se analizará su calificación de riesgo internacional y su riesgo país. Las calificaciones de riesgo analizan factores como crecimiento del PIB, la estabilidad del gobierno y su historia de incumplimiento, PIB per cápita, tasa de inflación, deuda externa y desarrollo económico (Investopedia, 2018). Las calificadoras de riesgo más importantes son Standard & Poor's, Fitch y Moody's, cada una tiene su propia metodología y escala de calificaciones. Además de las calificadoras de riesgo, el inversionista se centrará en el riesgo país. El banco de inversión multinacional JP Morgan Chase & Co elabora un conjunto de indicadores que miden la probabilidad (riesgo) de que un Estado no logre pagar los vencimientos de sus obligaciones (deuda externa, bonos, letras del tesoro) cuando corresponde (Gonzalez, 2018). Estos indicadores son el Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+), el Emerging Markets Bond Index Global (EMBIG) y el Emerging Markets Bond Global Diversified Index (EMBI Global Diversified). Para el estudio se escogió la calificación de JP Morgan, debido a que esta es presentada por entidades gubernamentales.

En el caso de Ecuador, los mayores montos de Inversión extranjera directa (IED) han venido del continente americano, US \$1.976 millones entre 2013 y 2017, representando el 47% del total recibido por concepto de IED en ese periodo. El país que más ha aportado al financiamiento externo ecuatoriano es Holanda, representando el 20% del monto total entre el 2013-2017, quien invierte principalmente en el sector florícola ecuatoriano. Seguidamente, los países que más invirtieron después de Holanda fueron China con el 10%, España (9%) y Estados Unidos (9%). Cabe mencionar que las cifras expuestas están sujetas a cambio por parte del Banco Central.

El sector más atractivo para la IED entre 2013 y 2017 es la explotación de minas y canteras (Véase el Gráfico 17). Este sector se encuentra en pleno desarrollo en Ecuador debido al potencial minero que tiene el país

dentro de la región latinoamericana, llamando la atención de empresas multinacionales como Solgold y Lundin Gold, quienes actualmente tienen proyectos de exploración activos en el país. Como, por ejemplo, el proyecto Fruta del Norte de Lundin Gold, el cual es el mayor proyecto aurífero en el Ecuador, además considerado uno de los mayores proyectos sin desarrollo del mundo (Agencia de Regulación y Control Minero, s.f.). Por el otro lado, sectores como la industria y el comercio son los sectores económicos que obtuvieron mayor inversión dentro del periodo 2013-2017. Por su parte, el sector agropecuario dentro del periodo de estudio tan solo representó el 12% del total de la inversión. Entre el periodo 2013-2017, la inversión Extranjera Directa hacia el sector Agropecuario tuvo un tope máximo de USD 124 millones (Véase el Gráfico 18), producto de la adquisición del 70% de la compañía Alimentosa por parte de la empresa Schouw&Co proveniente de Dinamarca.

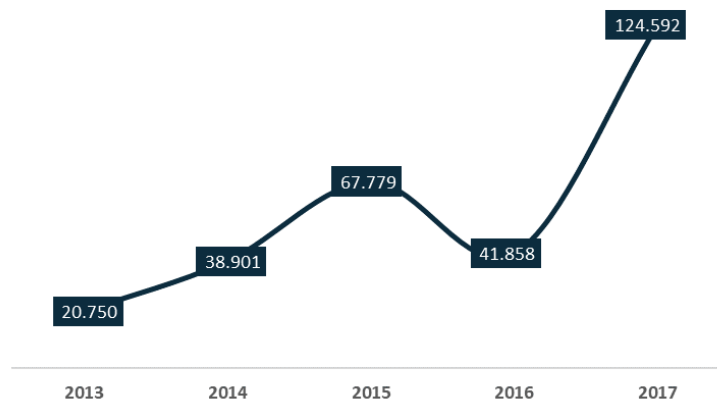
Gráfico 17: Inversión Extranjera Directa en Ecuador, Sector Agropecuario (2013-2017)



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Gráfico 18: Inversión Extranjera Directa en Ecuador, Sector Agropecuario (2013-2017)



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Una vez descrito el funcionamiento de la Inversión Extranjera Directa en Ecuador, se realizó el análisis para calcular el costo promedio ponderado para este mecanismo de financiamiento. Primeramente, se analizó el riesgo país promedio anual de Ecuador entre el periodo 2013-2017. Segundo, se obtuvo la tasa libre de riesgo, en este caso, el rendimiento de un bono de los Estados Unidos a 10 años. Tercero para cada año se tomó en consideración el porcentaje de participación de la Inversión Extranjera Directa para el sector agrícola entre el 2013 al 2017. Una vez realizada la respectiva ponderación (Véase la Tabla 24), se obtuvo la tasa mínima que un inversionista exigiría. En conclusión, la tasa de interés que una empresa típica del sector bananero puede conseguir es del 10,17%, sin embargo, no se toma en consideración el riesgo de mercado (beta apalancada) debido a la poca información que se tiene del sector bananero, el proceso de Due-Diligence que el inversionista realizará para fundamentar el rendimiento y el “succes fee” (Comisiones) del asesor financiero. Los plazos y condiciones son desconocidos debido a la confidencialidad de la información.

Tabla 24: Inversión Extranjera Directa en Ecuador, Sector Agropecuario (2013-2017)

| Año | Bono de Estados Unidos a 10 años | Riesgo País Promedio (Ecuador) | Tasa mínima del Inversionista | % Participación | Inversión |
|---|----------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| | | | | Inversión Extranjera Directa | Extranjera Directa en Ecuador |
| 2013 | 2,36% | 6,36% | 8,72% | 17,28% | 1,51% |
| 2014 | 2,48% | 5,10% | 7,58% | 18,35% | 1,39% |
| 2015 | 2,09% | 9,95% | 12,05% | 31,43% | 3,79% |
| 2016 | 1,82% | 10,37% | 12,20% | 18,24% | 2,22% |
| 2017 | 2,33% | 6,21% | 8,55% | 14,70% | 1,26% |
| Tasa de Interés Promedio (2013-2017) | | | | | 10,17% |

Fuente: Banco Central del Ecuador - Investing

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Conclusiones Capítulo II

Tabla 25: Resumen Costos Financieros a través de Fuentes de Financiamiento no tradicionales, periodo 2013-2017

| Tipo de Financiamiento | Costo |
|--------------------------------------|---------------|
| Papel Comercial | 9,35% |
| Obligaciones | 11,88% |
| Titularizaciones | 11,77% |
| Inversión Extranjera Ecu | 10,17% |
| Financiamiento No Tradicional | 10,79% |

En el presente capítulo tiene la finalidad de analizar el costo del financiamiento de las fuentes de no tradicionales, las cuales son a través de Mercado de Valores e Inversión Extranjera Directa. Dentro del estudio se encontró que el Papel Comercial es el título valor más barato del mercado con un costo final del 9,35%, esto se debe a la dinámica que tiene, es decir, es un papel a corto plazo y cuenta con un recurso

llamado revolvencia que facilita al emisor emitir más títulos valor a bajo costo por una sola vez, incluso, los plazos de repuesta son los más bajos en comparación con otros títulos valor tranzados en Mercado de Valores que son hasta 90 días. Sin embargo, es un título valor de corto plazo que toma demasiado tiempo en comparación con otras fuentes de financiamiento tradicionales. Por el otro lado, los costos de financiamiento a través de las Titularizaciones son las más inaccesibles, esto se debe a que incluyen costos indirectos que generan un costo adicional al emisor (Costoso). Por ejemplo, los gastos por motivos del fideicomiso y la estructuración de Valores. Adicionalmente, este título valor, a pesar de ser altamente costoso, tan solo el 11,07% de las empresas del sector bananero son aptas de emitir. Por el lado de las Obligaciones, el costo para emitir por parte de las empresas del sector bananero es del 11,88% y es beneficioso siempre y cuando sea al muy largo plazo (más de 3 años) y montos mayores a los USD 5.000.000, sin embargo, su alto tiempo (120 días) de espera lo hace poco apetecible para la empresa típica del sector bananero. Finalmente, en la tercera parte de la disertación se analizó la inversión extranjera desde una perspectiva de financiamiento, los resultados arrojaron que la tasa mínima que un inversionista va a exigir va a ser del 10,17%, es decir que el costo por esta vía puede ir en ascenso dependiendo las condiciones del inversionista extranjero, por lo que lo vuelve inviable si se lo compara con el financiamiento a través de empresas Offshore. (Véase la tabla 25).

Capítulo III: Estrategias clave para impulsar las fuentes de financiamiento no tradicional para el sector bananero

En el presente capítulo se va a analizar las estrategias clave para impulsar las fuentes de financiamiento no tradicionales en base a su costo de oportunidad. Primeramente, se va a realizar un análisis del patrimonio y activos promedio que cuenta el sector bananero con la finalidad de identificar los costos reales que afronta el sector por esta vía de financiamiento. Seguidamente se va a analizar la situación de las empresas del sector bananero formal relacionado a sus principales indicadores de rentabilidad, liquidez y apalancamiento. Seguidamente, apoyado de la información recolectada en los capítulos 2 y 3 se va a calcular el costo de oportunidad de optar por fuentes de financiamiento no tradicional. Para ello se calculará un delta o diferencia teórica (a través de tasas, montos y plazos) entre incurrir fuentes tradicionales y no tradicionales. Se fortalecerá esta tesis a través de un ejemplo práctico (simulación de crédito a través de tablas de amortización). Finalmente, con los resultados se analizarán las distintas estrategias para impulsar las fuentes de financiamiento no tradicional basado en la literatura y casos de estudio relevantes.

Análisis del Patrimonio y Activos Empresas del Sector Bananero

El Patrimonio fue fundamental para el cálculo de los costos del mercado de valores, puesto que una empresa puede realizar una emisión hasta máximo dos veces su Patrimonio, en este apartado se realizará el análisis de las 3 principales cuentas del Balance General de las empresas del Sector bananero con la finalidad de describir en conjunto su desempeño en el periodo de estudio y posteriormente, estos datos se usarán para el cálculo de los índices financieros explicados en el capítulo 3. Inicialmente, en el estudio se recopiló la información de los Estados Financieros de las primeras 772 empresas (aproximadamente), sin embargo, solo se escogió 550 empresas por ser las más representativas dentro del estudio. Las empresas cuyo Patrimonio es superior a los USD 6.000.000 abarcaron en promedio el 55% del total de los activos, seguido por las empresas cuyo Patrimonio estuvo entre los USD 3.000.000 – 5.000.000 con una participación total del 35% de los activos. Finalmente, empresas cuyo Patrimonio fue menor a los USD 3.000.000 tuvieron una participación del 10% del total de los Activos. El crecimiento promedio entre el 2013-2017 fue del 26,1% (Véase la tabla 26).

Tabla 26: Resumen de los Activos Totales de las principales compañías Del Sector Bananero según su Ingreso por CIU Rev 4.0, A0122.01, G4630.11 (en miles de USD)

| ACTIVOS | | | | | |
|--------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Tipo de Empresa por Patrimonio | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Menor a 1.000 | 239.708 | 267.274 | 445.796 | 405.585 | 367.560 |
| Entre 1.001-2.000 | 70.202 | 117.811 | 181.244 | 184.106 | 137.610 |
| Entre 2.001-3.000 | 68.409 | 109.571 | 112.785 | 103.064 | 105.680 |
| Entre 3.001-4.000 | 24.051 | 27.428 | 47.055 | 61.530 | 120.817 |
| Entre 4.001-5.000 | 17.533 | 91.960 | 90.936 | 71.820 | 39.107 |
| Entre 5.001-6000 | 96.672 | 44.147 | 23.471 | 64.183 | 41.136 |
| Mayor a 6.000 | 609.761 | 984.144 | 903.614 | 997.126 | 1.047.364 |
| Total | 1.126.336 | 1.642.335 | 1.804.901 | 1.887.414 | 1.859.274 |

Fuente: Superintendencia de Compañías-EMIS

Elaboración: Julio César Ortiz S.

La evolución de los pasivos totales entre 2013-2017, de las principales empresas del Sector Bananero crecieron anualmente en promedio 12%, de los cuales las compañías cuyo patrimonio era mayor a los USD 6.000.000 (Empresas tipo A) tuvieron una participación promedio del 46% del total de los pasivos. Por el otro lado, las empresas cuyo patrimonio fue entre los USD 3.000.000 hasta los 6.000.000 (Empresa tipo B) representaron en promedio el 12% del total de los pasivos. Finalmente, aquellas compañías cuyo patrimonio era inferior a los USD 3.000.000 (Empresas tipo C), en conjunto representaron el 42% del total. Cabe mencionar, que las empresas tipo B fueron las que más crecieron en su participación dentro de los pasivos con un crecimiento anual promedio del 11,8% (Véase la tabla 27).

Por el lado del patrimonio, las empresas tipo A representaron alrededor del 68% del total del Patrimonio de las empresas del Sector Bananero. En cambio, las empresas Tipo B y Tipo C, en conjunto representaron el 32% del total del Patrimonio. El crecimiento Promedio del Patrimonio que tuvieron las empresas del sector bananero fue del 27,1%, del cual el año 2014 fue el de mayor crecimiento. Como aporte final, los pasivos de las empresas con patrimonios menores a los USD 3.000.000 representaron el 438% de su patrimonio, una ratio superior al de las empresas con un Patrimonio superior a los USD 6.000.000. Es decir, las empresas más pequeñas son las más endeudadas del sector bananero.

Tabla 27: Resumen de los Pasivos Totales y Patrimonio de las principales compañías Del Sector Bananero según su ingreso y por CIU Rev 4.0, A0122.01, G4630.11 (en miles de USD)

| PASIVOS | | | | | |
|---------------------------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| Tipo de Empresa por Patrimonio | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Menor a 1.000 | 188.614 | 203.050 | 375.044 | 340.401 | 301.190 |
| Entre 1.001-2.000 | 35.184 | 70.127 | 120.095 | 128.742 | 94.606 |
| Entre 2.001-3.000 | 30.640 | 50.568 | 62.061 | 53.909 | 55.373 |
| Entre 3.001-4.000 | 7.681 | 10.081 | 19.588 | 29.251 | 93.550 |
| Entre 4.001-5.000 | 12.834 | 70.087 | 77.334 | 58.385 | 12.160 |
| Entre 5.001-6000 | 69.049 | 27.858 | 12.168 | 42.310 | 30.441 |
| Mayor a 6.000 | 315.586 | 486.992 | 441.884 | 475.062 | 493.909 |
| Total | 659.588 | 918.763 | 1.108.174 | 1.128.060 | 1.081.229 |

| PATRIMONIO | | | | | |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tipo de Empresa por Patrimonio | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Menor a 1.000 | 51.084 | 64.221 | 70.741 | 65.170 | 66.375 |
| Entre 1.001-2.000 | 35.019 | 47.685 | 61.154 | 55.370 | 43.002 |
| Entre 2.001-3.000 | 37.768 | 59.001 | 50.726 | 49.159 | 50.306 |
| Entre 3.001-4.000 | 16.370 | 17.349 | 27.467 | 32.281 | 27.268 |
| Entre 4.001-5.000 | 4.710 | 21.873 | 13.602 | 13.435 | 26.946 |
| Entre 5.001-6000 | 27.624 | 16.289 | 11.304 | 21.873 | 10.695 |
| Mayor a 6.000 | 294.173 | 497.154 | 461.733 | 522.066 | 553.453 |
| Total | 466.748 | 723.572 | 696.727 | 759.354 | 778.045 |

Fuente: Superintendencia de Compañías-EMIS

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Índices Financieros de las empresas formales del Sector Bananero

El sector bananero está compuesto por más de 550 empresas (alrededor de 772 según la Superintendencia de Compañías), para la investigación se tomó información de las 550 empresas más representativas para el sector bananero. La información se utilizó tanto para la construcción de balances como para el cálculo de los índices financieros de las empresas formales del Sector Bananero, la información se recopiló y procesó en base a los datos almacenados en la Superintendencia de Compañías y en la plataforma proveedora de información EMIS. Dentro de la investigación se calcularán los índices de rentabilidad, liquidez y apalancamiento. Estos 3 índices nos darán una pauta para entender el funcionamiento de las empresas y como están financieramente hasta el 2017.

Los primeros indicadores que se van a analizar son los de rentabilidad, desde el año 2013 sus indicadores han ido evolucionando entorno a la economía nacional. El primer indicador (EBIT), muestra que en promedio el sector bananero recibió en promedio Márgenes Operacionales del 2,66%, siendo el año 2016 el de menor rentabilidad, llegó a su punto máximo desde el año 2014 cuyo Margen se vio reducido por la situación económica del Ecuador. En relación con el Margen EBIT, desde el lado de los Activos, tuvo un crecimiento constante hasta el año 2015, sin embargo, debido a la situación económica del país, este se vio afectado, para el 2016 y para el 2017, tuvo una leve recuperación en la rentabilidad sobre sus

Patrimonio alcanzando el 4,9% para el año 2017, es decir la empresa recibió más ingresos en comparación al año anterior (Véase la Tabla 28) En una segunda instancia, los Indicadores de liquidez por su parte, mostraron que las empresas formales del sector bananero en su conjunto presentan problemas de liquidez, es decir su indicador fue menor a 1 entre el 2013-2016, lo que significó que las empresas en general no podían a ser frente a sus obligaciones de corto plazo. Sin embargo, en los años 2016 y 2017, esta situación mostró síntomas de mejora. Tanto la Razón de Efectivo como el Capital de trabajo por parte de empresas del sector bananero siguieron la misma tendencia que los indicadores de razón corriente, a partir de año 2015. Es decir, antes del 2016, las empresas del sector bananero tuvieron problemas de liquidez y de capital de trabajo (Véase la tabla 29). Por otra parte, en relación a los indicadores de apalancamiento, los pasivos a largo plazo de las compañías del sector bananero entre el periodo 2013 al 2017 representaron en promedio el 143% del patrimonio total. A su vez, el apalancamiento a corto plazo en promedio fue del 98%. Por el otro lado, el apalancamiento a corto plazo en relación al patrimonio en promedio fue del 106% es decir, el sector bananero está sobre endeudado dentro del periodo de estudio (Véase la Tabla 30).

Tabla 28: Evolución Principales Indicadores de Rentabilidad de las compañías del Sector bananero por CIU REV 4.0 A0122.01, G4630.11 (2013-2017)

| Rentabilidad | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|
| Indicador | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Margen Operacional (EBIT) | 2,6% | 2,7% | 2,6% | 2,5% | 2,9% |
| Rentabilidad Sobre las Ventas (ROS) | 0,9% | 1,7% | 1,7% | 1,0% | 1,4% |
| Rentabilidad Sobre el Patrimonio (ROE) | 4,4% | 5,9% | 7,1% | 3,4% | 4,9% |
| Rentabilidad Sobre los Activos (ROA) | 1,8% | 2,6% | 2,7% | 1,4% | 2,1% |

Fuente: Superintendencia de Compañías-EMIS

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Tabla 29: Evolución Principales Indicadores de Liquidez de las compañías del Sector bananero por CIU REV 4.0 G4630.11 (2013-2017)

| Liquidez | | | | | |
|--|---------|---------|---------|--------|--------|
| Indicador | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Razón Corriente | 91,5% | 97,3% | 90,1% | 104,4% | 100,5% |
| Prueba Ácida | 69,8% | 72,5% | 67,5% | 80,9% | 74,6% |
| Capital de Trabajo en USD miles(AC-PC) | -38.770 | -18.036 | -79.981 | 32.288 | 3.051 |
| Razón de Efectivo | 6,5% | 7,3% | 7,7% | 12,5% | 14,7% |

Fuente: Superintendencia de Compañías-EMIS

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Tabla 30: Evolución Principales Indicadores de Apalancamiento de las compañías del Sector bananero por CIU REV 4.0 G4630.11 (2013-2017)

| Apalancamiento | | | | | |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Indicador | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Deuda Total/Patrimonio Total | 179,0% | 67,6% | 115,0% | 110,1% | 59,6% |
| Aplancamiento Total (L/E) | 141,3% | 127,0% | 159,1% | 148,6% | 139,0% |
| Aplancamiento Corto Plazo (LS/E) | 98% | 93% | 116% | 97% | 87% |

Fuente: Superintendencia de Compañías-EMIS

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Cálculo del Costo de Oportunidad de las empresas formales del Sector Bananero

El costo de oportunidad del sector bananero se va a calcular en base a los costos expuestos en los capítulos 1 y 2. Primeramente, para el análisis se va a dividir en dos escenarios. El primer escenario se van a utilizar las fuentes de financiamiento no tradicionales y el total de las fuentes de financiamiento tradicionales (incluido empresas offshore). Por el otro lado, el segundo escenario no va a tener en consideración las empresas offshore debido a su dudosa legitimidad. En el primer escenario el costo de oportunidad de obtener financiamiento a través de fuentes no tradicionales es de 2,77%, es decir, es el costo adicional que una empresa del sector bananero debe asumir si quiere optar por este mecanismo. En el segundo escenario, el costo de oportunidad es mucho más favorable para las fuentes de financiamiento no tradicionales, es decir, para que una empresa del sector bananero renuncie a las fuentes de financiamiento tradicionales, debe asumir un costo adicional de 1,41% sobre el monto emitido (Véase la Tabla 31). Para ambos escenarios el costo por optar por una fuente de financiamiento no tradicional resulta negativo ya que se debe asumir un costo adicional. Por lo que, para ambos escenarios el costo es elevado e inviable para las empresas del sector bananero.

Los costos de las fuentes de financiamiento tradicionales son mucho menores que las fuentes no tradicionales por diversos factores. Primeramente, la banca privada otorga créditos a tasas de interés relativamente bajas (alrededor del 8,77%) para aquellas empresas con ventas superiores a los USD 100.000 al corto y largo plazo, lo que lo hace competitivo con otras fuentes de financiamiento. Segundo, la existencia de la banca pública facilita créditos a las PYMES a un costo muy por debajo del mercado financiero. Tercero, la existencia del financiamiento a través de empresas offshore provoca que empresas exportadoras obtengan financiamiento a tasas de interés de mercados internacionales (menores al 8,77%). Por lo que, optar por fuentes de financiamiento tradicionales por parte de empresas del sector bananero resulta beneficioso debido a su bajo costo y acceso.

Los costos de las fuentes de financiamiento no tradicionales son más altas en comparación con las tradicionales por varias razones. Primeramente, para el caso de la emisión de títulos valor, a pesar de que las tasas de interés y rendimientos (Para el caso de papel comercial) son más bajas o están en relación al mercado de crédito. Los costos transaccionales (indirectos) de emisión son demasiado elevados, lo que aporta que la entrada a Mercado de Valores sea muy poco apetecido. Segundo, por el lado de la inversión extranjera directa, Ecuador al ser un país con alto riesgo país producto de políticas económicas tomadas por gobiernos anteriores, generaron que los inversionistas extranjeros desconfíen de la capacidad de pago del Estado y de las instituciones ecuatorianas, por lo que sus desfavorables condiciones se ven reflejado en la tasa mínima que un Inversionista va a exigir por invertir en Ecuador (10,17%). Adicionalmente a los altos costos de emisión y los elevados tiempos de espera para realizar una emisión (para el caso de mercado de valores), se suma una gran cantidad de requisitos que hacen que el financiamiento a través de fuentes no tradicionales sea inviable. Sin embargo, las fuentes de financiamiento no tradicionales pueden resultar beneficiosas siempre y cuando la emisión sea para montos mayores, es decir, los costos

transaccionales de emisión se diluyen a medida que un emisor solicita una mayor cantidad de financiamiento, por lo que lo hace competitivo en relación a bancos privados e incluso bancos públicos. Por lo tanto, el costo de oportunidad para las fuentes no tradicionales radica específicamente en el monto de la emisión, es decir, a mayor monto menor costo financiero para las empresas del mercado de valores.

En conclusión, para ambos escenarios el costo por optar fuentes de financiamiento no tradicionales fue de 2,77% (con empresas offshore) y 1,41% sin empresas Offshore, esto se traduce en la desventaja que tiene las fuentes de financiamiento no tradicionales por los altos costos transaccionales, el tiempo de espera y el exceso de transparencia. Por lo que el costo de oportunidad para optar por estas fuentes se debe principalmente al ahorro que se obtiene de una emisión siempre y cuando los montos son elevados. Como por ejemplo para el caso de las emisiones de obligaciones, a partir de una emisión de USD 5.000.000 compite con los costos de obtener financiamiento a través de fuentes tradicionales como bancos privados y bancos públicos.

Tabla 31: Tabla Resumen Costos de Financiamiento del Sector Bananero, Sector Tradicional y No Tradicional

| Tipo de Financiamiento | Costo | Tipo de Financiamiento | Costo |
|---|---|---|--------------|
| Papel Comercial | 9,35% | Bancos Privados | 10,04% |
| Obligaciones | 11,88% | Bancos Públicos | 8,72% |
| Titularizaciones | 11,77% | Empresas Off Shore | 5,30% |
| Inversión Extranjera Ecu (IED) | 10,17% | | |
| Financiamiento No Tradicional | 10,79% | Financiamiento Tradicional | 8,02% |
| Financiamiento No Tradicional | 10,79% | Financiamiento Tradicional sin Empresas offshore | 9,38% |
| 1) Costo de Oportunidad No Tradicional (Incluido Empresas Offshore) | = No Tradicional - Tradicional 2,77% | | |
| 2) Costo de Oportunidad No Tradicional (Sin empresas Offshore) | = No Tradicional - Tradicional (Sin Empresas Offshore) 1,41% | | |

Ejemplo práctico: Tabla de Amortización

En los capítulos 1 y 2 se realizó un análisis descriptivo del total de los costos del sistema financiero tradicional y no tradicional, sin embargo, en el ejemplo práctico se va a tomar en consideración si una empresa del sector bananero decide optar por un financiamiento con un monto mayor a los USD

5.000,000. No se incluyen los tipos de pago por cada sector, para ambos créditos se utilizó un sistema de amortización alemán. A través de fuentes de financiamiento tradicionales (Bancos Privados) se obtuvo un TIR de 10,04% (Véase la Tabla 32) durante los 5 años que duro la operación entre “El empresario” y “La fuente de financiamiento tradicional”. A continuación, se hará el cálculo del costo de oportunidad para el proyecto bajo las mismas condiciones solo que con el financiamiento de la “fuente no tradicional” y se calculará el costo de oportunidad entre estas dos fuentes por el TIR.

Tabla 32: Simulación de Crédito, Fuente de Financiamiento Tradicional

| | | | | | |
|-----------------|-----------|--|--|--|--|
| Capital | 8.000.000 | | | | |
| Periodos | 5 años | | | | |
| Interés | 10,04% | | | | |

| Años | Saldo Inicial | Interés | Amortización | Pago | Capital por Amortizar |
|-------------|----------------------|----------------|---------------------|-------------|------------------------------|
| 0 | - | - | - | - | 8.000.000 |
| 1 | 8.000.000 | 803.200 | 1.600.000 | 2.403.200 | 6.400.000 |
| 2 | 6.400.000 | 642.560 | 1.600.000 | 2.242.560 | 4.800.000 |
| 3 | 4.800.000 | 481.920 | 1.600.000 | 2.081.920 | 3.200.000 |
| 4 | 3.200.000 | 321.280 | 1.600.000 | 1.921.280 | 1.600.000 |
| 5 | 1.600.000 | 160.640 | 1.600.000 | 1.760.640 | 0 |

| | | | | | |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Comprobación: Cálculo del TIR | | | | | |
| 8.000.000 | -2.403.200 | -2.242.560 | -2.081.920 | -1.921.280 | -1.760.640 |

| | |
|------------|--------|
| TIR | 10,04% |
|------------|--------|

Elaboración: Julio César Ortiz S.

El segundo ejercicio para el cálculo del costo de oportunidad, no se utilizó el costo del financiamiento de las empresas en conjunto, por lo que, en el estudio se identificó que, a mayores montos, el costo se diluye (Véase Tabla 33), es decir, el costo de oportunidad para las empresas del sector bananero va a estar relacionado con la cantidad a emitir. Para el ejercicio se utilizó un monto de emisión de USD 5.000.000 a un costo de 9,80%²³ (incluye costos transaccionales), las condiciones para la simulación fueron las mismas que el anterior ejemplo, bajo las mismas condiciones, no se tomaron en consideración garantías ni plazos adicionales. Por lo tanto, en relación con el ejercicio anterior, se puede obtener que el costo de oportunidad por el TIR es del 0,24%, que es lo que ganaría el empresario bananero si acude a la opción de Mercado de Valores, Por lo tanto, el costo de oportunidad de un empresario del sector bananero radica en el monto de la emisión.

²³ En este escenario se toma en cuenta el costo de una obligación con una calificación A- (Véase la tabla 18)

Tabla 33: Simulación de Crédito, Fuente de Financiamiento No Tradicional (Con montos superiores a los USD 5.000.000 con una calificación de Riesgo A-)

Capital 8.000.000
Periodos 5 años
Interés 9,80%

| Años | Saldo Inicial | Interés | Amortización | Pago | Capital por Amortizar |
|------|---------------|---------|--------------|-----------|-----------------------|
| 0 | - | - | - | | 8.000.000 |
| 1 | 8.000.000 | 784.000 | 1.600.000 | 2.384.000 | 6.400.000 |
| 2 | 6.400.000 | 627.200 | 1.600.000 | 2.227.200 | 4.800.000 |
| 3 | 4.800.000 | 470.400 | 1.600.000 | 2.070.400 | 3.200.000 |
| 4 | 3.200.000 | 313.600 | 1.600.000 | 1.913.600 | 1.600.000 |
| 5 | 1.600.000 | 156.800 | 1.600.000 | 1.756.800 | 0 |

Comprobación: Cálculo del TIR

8.000.000 -2.384.000 -2.227.200 -2.070.400 -1.913.600 -1.756.800

| | |
|------------|-------|
| TIR | 9,80% |
|------------|-------|

Elaboración: Julio César Ortiz S.

El estudio identifico que el costo de oportunidad por optar una fuente de financiamiento no tradicional para el sector bananero en términos de costos es inexistente si se habla desde el sector (en conjunto), sin embargo, el costo de oportunidad solamente va a ser para aquellas empresas que requieran una amplio capital²⁴, es decir, el costo de oportunidad de las fuentes de financiamiento no tradicionales radica en la cantidad que se puede emitir. En base a la investigación se identificaron varios factores que desincentivan el acceso a mercado de valore e Inversión extranjera directa son:

1. Barrera de entrada por el alto riesgo país.
2. Altos tiempos de espera para un crédito por parte de mercado de valores.
3. Transparencia de información.
4. Problemas de Acceso para PYMES / Informalidad.

²⁴ Mayor a los USD 5.000.000 para Obligaciones y USD 3.000.000 Papel Comercial

Propuesta para impulsar las fuentes de financiamiento No Tradicionales

Una vez analizado todos los costos de financiamiento que acarrea el sector bananero, tanto a través de fuentes de financiamiento tradicional como no tradicional, se encontró una serie de barreras que no permiten el desarrollo de las fuentes de financiamiento menos concurridas. Primeramente, se encontró que la barrera de un alto riesgo país, provoca que empresas exportadoras busquen fuentes de financiamiento externo en países con condiciones de mejor de acceso y costo de financiamiento. Segundo, los costos ocultos que tiene el mercado de valores son demasiado altos. Inicialmente parece que emitir una obligación, papel comercial o acción es menos costoso y está de acorde al mercado, sin embargo, en los prospectos de oferta pública la situación sugiere lo contrario. A pesar de que las empresas tienen calificaciones de Riesgo las cuales regulan las tasas y hacen más apetecible una compañía en el mercado, los costos ocultos hacen que esas tasas de interés terminen siendo demasiado elevadas y una compañía con calificación A, afronte los mismos costos que una compañía con calificación AAA (Aplica para montos menores). Tercero, otra de las barreras que hacen que el mercado de valores sea poco apetecible, son los tiempos de espera para un crédito, los cuales son similares al sistema tradicional e incluso toman más tiempo por trámites burocráticos. Cuarto, dentro de los principales problemas que tienen las empresas del sector bananero al momento de ingresar a la Bolsa de Valores, es por la transparencia de información. Es decir, los requerimientos que el Mercado de Valores exige son elevados en relación con las fuentes tradicionales. Finalmente, la estructura empresarial de las compañías del sector bananero hace que más del 50% del total de los casos estudiados no sean aptos, por lo que es necesario un mecanismo que incluya a aquellos sectores que no tienen acceso a estos mercados y no sean aptos para emitir emisiones a montos mayores.

En base a lo previamente expuesto se realizarán las propuestas correspondientes para impulsar las fuentes de financiamiento no tradicionales en base a recomendaciones de otros autores y en base a lo revisado en los capítulos 1 y 2. Primeramente, con respecto al financiamiento a través de empresas offshore: “las barreras de entrada por un alto riesgo país, provoca que empresas exportadoras busquen fuentes de financiamiento externo en países con condiciones más óptimas”. Es fundamental que tanto estado ecuatoriano como sector empresarial, generen acuerdos para poder formalizar su situación en el país y que se logre identificar todas aquellas empresas que durante mucho tiempo han estado otorgando créditos indiscriminadamente a productores de banano. Por lo tanto, es importante que se logre transparentar la información que existe actualmente en el sector bananero. Consecuentemente, para combatir a aquellas compañías exportadoras de banano, es necesario que el Estado cree políticas para reducir el riesgo país y, además de fortalecer las relaciones estado ecuatoriano – Mercado de Valores. Por lo que se propone que se replantee la forma en la que se realiza actualmente la Inversión Extranjera Directa (Véase Gráfico 19), pues, la empresa no necesariamente tiene que ser la encargada de contratar un asesor externo y buscar financiamiento a través de diversos fondos de inversión (los cuales otorgan tasas desiguales a plazos demasiados cortos). Al contrario, la compañía con necesidad de fondos debería acercarse al Mercado de Valores y realice una emisión dependiendo sus necesidades. Seguidamente, las Casas y Bolsas de Valores en conjunto con el Estado, deberán promover los papeles que están respaldados

jurídicamente a las condiciones del mercado de valores ecuatoriano, con beneficios de orden impositivo, siempre y cuando estas inversiones sean para proyectos destinados a la inversión. El beneficio de esta propuesta es que se eliminará la dependencia del Mercado de Valores hacia los bancos públicos y privados. Paralelamente, esto generará que dentro del sistema bursátil se cree transparencia, competitividad, además dinamismo.

En segundo lugar, el ente regulador del mercado de valores debe ser mucho más participativo con los principales actores del Mercado. Por lo tanto, para solucionar los excesivos trámites y los costos de transacción, se debe tratar de eliminar la mayor cantidad de procesos innecesarios que generan altos costos adicionales a los emisores de valores. Por ejemplo, los costos del Mantenimiento del Registro de Mercado de Valores, los mantenimientos en las bolsas de valores, notarías, difusión de prospectos de oferta pública entre otros procesos que atascan el sistema y generan costos innecesarios para el emisor.

En consecuencia, se debe crear una institución paralela a la Superintendencia de Compañías, que se encargue específicamente en la promoción de los papeles valor, inversiones, investigación sobre el mercado de valores, y que se centre en la creación de normas que se ajusten a las necesidades del mercado. Esta sustentación se basa en otros estudios que sugieren que es necesario una remodelación completa de la institución del mercado de Valores Ecuatoriano. Según Saltos (2013), explica que se debe crear un ente que se encargue de la regulación y la legislación del Mercado de Valores, esta debe ser independiente de otras instituciones y que solo respondan a una institución en específico. Complementando, con la propuesta, es fundamental que la ley de mercado de valores se reforme y establezcan normas más claras para nuevos actores que se dediquen específicamente a la promoción y al aumento de la inversión, por lo que es vital que se desarrollen reglamentos más claros sobre la banca de inversión puesto que según Livingston y Miller (2000), la banca de inversión se caracteriza por ser un actor que se encarga de mejorar el acceso de crédito de sus clientes bajo contratos de “underwriting”. Como aporte final, el desarrollo del mercado de Valores Ecuatoriano, va a tener acogida, siempre y cuando se eliminen excesivos procesos de tramitación y se creen instituciones que promuevan y realicen estudios sobre la dinámica nacional y la influencia del Mercado de Valores.

En tercer lugar, los problemas de tiempo de espera para la emisión de obligación acompañados de un proceso de transparencia, han provocado recelo al momento de que empresas del sector bananero entren al Mercado de Capitales. Por lo que es necesario, que cierta información que es sensible para la compañía (secretos profesionales²⁵) sea protegida, es decir, la creación de un sigilo bursátil más profundo, siempre y cuando este no tenga un efecto moral y económico para los inversionistas. Como segundo punto, es necesario que tanto, el ente regulador del mercado de valores como el estado ecuatoriano presenten medidas para formalizar a las empresas del sector bananero a través de una correcta regulación y

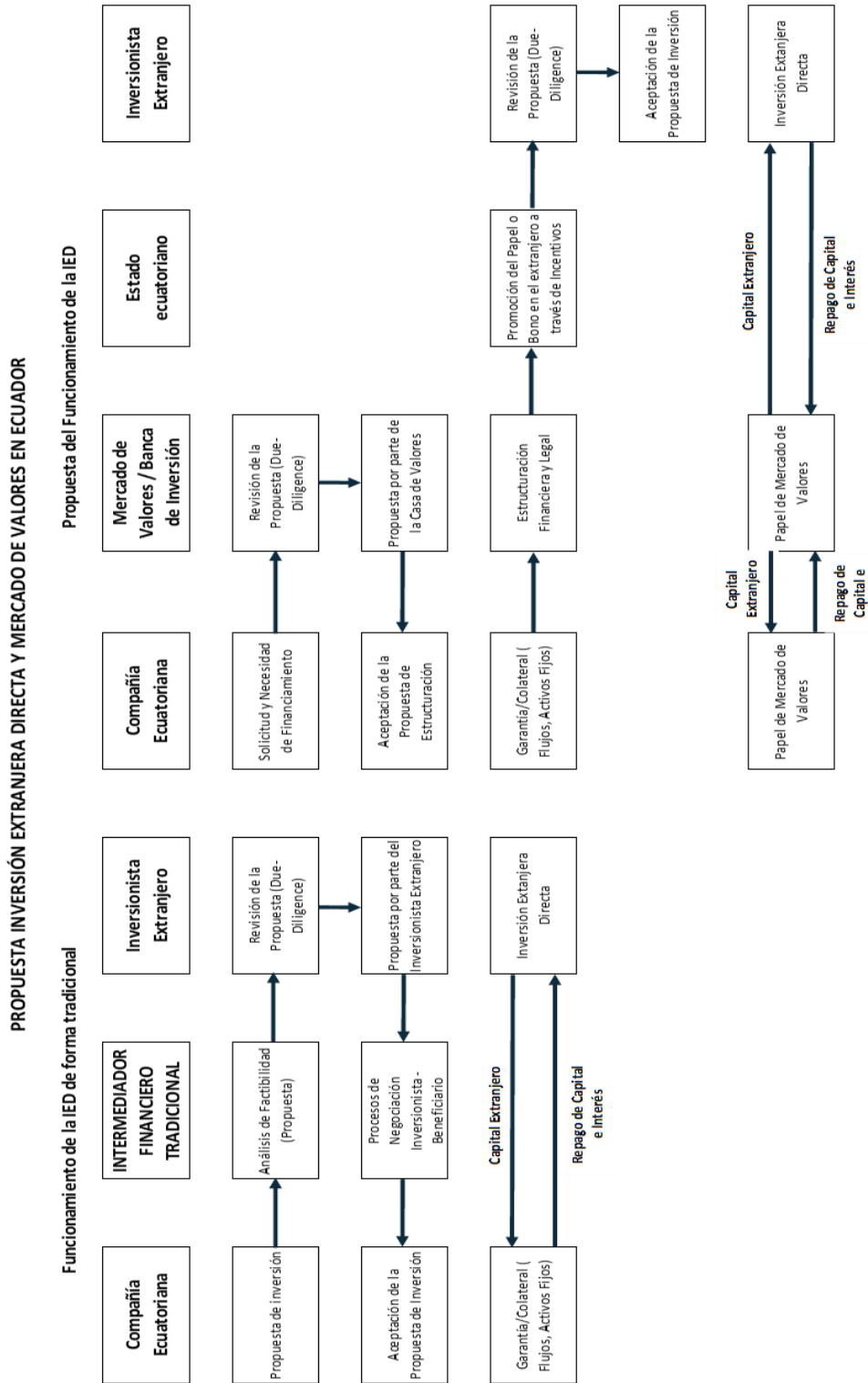
²⁵ Dentro de la investigación se le denominará aquel secreto que es pieza fundamental para el giro del negocio como por ejemplo recetas, procesos, etc.

promoción. Por lo tanto, para que empresas del sector bananero puedan entrar a realizar una emisión o cotizar en bolsa de valores, es necesario que se de las garantías de que sus secretos profesionales no se vean descubiertos.

En cuarto lugar, como se mencionó en el capítulo 2, el principal problema de las fuentes de financiamiento, específicamente para Mercado de Valores, son los costos de entrada, especialmente para Pequeñas y Medianas Empresas del Sector Bananero. Entre el 2013-2017, las PYMES del sector bananero representaron alrededor del 50% del total de compañías. Sin embargo, debido a la dimensión del estudio y las características del financiamiento no tradicional, no aplicaban para el Mercado de Valores porque las emisiones que podían realizar eran demasiado bajas y, por lo tanto, costosas sin tomar en consideración la tasa de interés ofrecida. Consecuentemente, según Saltos (2013), hay una solución que puede facilitar el acceso de las PYMES dentro del Mercado de Valores y este es a través de emisiones sindicalizadas, es decir, atraer a un conjunto de pequeñas y medianas empresas para que realicen una emisión como una sola. Esto ayudará a que se formalice la situación empresarial de las empresas y permitirá que las tasas tanto del sistema financiero tradicional como las del no tradicional, se ajusten acorde a las tasas de interés que estas empresas puedan adquirir. Este método poco convencional puede ser de gran utilidad ya que se estaría incluyendo a un sector que no ha participado al día de hoy en el Mercado de Valores, esta propuesta facilitara que los costos de entrada para empresas pequeñas sean mucho menores y, por, ende, sea afrontado en conjunto.

En conclusión, los retos que tienen las fuentes de financiamiento no tradicionales son altas, por una serie de limitantes. Primeramente, el alto costo de entrada al Mercado de Valores por parte de empresas PYMES del sector bananero son elevadas. Seguidamente, el alto riesgo país genera que la expectativa de inversionistas sobre la economía ecuatoriana sea relativamente baja. Por el otro lado, tiene problemas de inclusión a PYMES, los altos tiempos de espera para una emisión y la excesiva transparencia del mercado de valores son otras de las limitantes. Por lo que es primordial por parte del ente regulador crear instituciones que permitan desarrollar las normativas y corregir las ineficiencias de los entes de control y generar inclusión a las pequeña y medianas empresas (PYMES).

Gráfico 19: Propuesta para el fortalecimiento de las fuentes de financiamiento No tradicionales



Fuente: Superintendencia de Compañías-EMIS

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Conclusiones Capítulo III

En el capítulo se calcularon los principales índices financieros de las empresas del sector bananero, de lo que se concluyó que es un sector que se encuentra caracterizado por poseer problemas de liquidez y de poseer una deuda de corto plazo sobre el patrimonio promedio del 98,1%. Una vez realizado el análisis de los principales indicadores financieros, se procedió a calcular el costo de oportunidad para dos escenarios. El primer escenario tomó en consideración a las empresas Offshore, para este escenario el “costo de oportunidad” fue del 2,77%. Por el otro lado, el segundo escenario no tomó en consideración las empresas Offshore, por lo que el costo de oportunidad fue del 1,41%. Ambos “costos de oportunidad” significan que si una empresa del sector bananero quiere adquirir financiamiento a través de fuentes no tradicionales va a tener que incluir el costo adicional de cada escenario. Sin embargo, dentro de la investigación se identificó que a medida que una empresa del sector bananero opte por emitir altos montos, los costos se reducen e incluso estos están muy por debajo del sistema tradicional (bancos privados específicamente), por lo que, verdaderamente el costo de oportunidad de las empresas del sector bananero está relacionado a los montos emitidos. A pesar de que los costos de emisión son una barrera de entrada para montos menores, existen otras barreras como el alto tiempo de espera, inclusión de las PYMES, transparencia de la información y el alto riesgo país. Tomando en consideración los problemas que tienen las fuentes de financiamiento no tradicionales, se plantearon propuestas que permitirán que se incentive el acceso tanto a Mercado de Valores como a la Inversión Extranjera Directa. Las principales propuestas son la creación de emisiones sindicalizadas que permitan a las empresas juntarse para emitir una obligación y reducir los costos de Emisión. Segundo, fortalecimiento de las relaciones Estado- Mercado de Valores con la finalidad de que se incentive la Inversión Extranjera Directa a través de Obligaciones, Papeles Comerciales entre otros. Tercero, revisión de los procesos de emisión de títulos valor.

Conclusiones

En la presente investigación se calculó el costo de oportunidad de las fuentes de financiamiento no tradicionales de las empresas del sector bananero. Dentro del análisis se tomó en consideración las fuentes que más impacto tuvieron y aquellas fuentes que pueden ser potenciales para un financiamiento futuro. Para el estudio solo se tomó en consideración al sector formal de la economía debido a la disponibilidad de la información.

En el capítulo 1, se desarrollaron las fuentes de financiamiento tradicionales por lo que se realizó un análisis sobre su evolución en los últimos 5 años. Entre los resultados se encontró que Banco Bolivariano es la entidad que más crédito otorgó al sector agropecuario, sin embargo, Banco Pichincha, fue el banco que más desembolsos realizó al sector bananero, esto se debe a la aparente estabilidad económica y los ingresos constantes que obtiene el sector producto de las exportaciones. El análisis de la dinámica de las empresas offshore es fundamental para la disertación ya que tanto expertos del área académica como empresarial, afirman que estos mecanismos están entre los más usados por las empresas del sector bananero y son competencia directa con los mecanismos de financiamiento de las fuentes no tradicionales. Los resultados que se obtuvieron con respecto a los costos fueron los siguientes; el costo de financiamiento de los bancos privados fue del 10,79%, para los bancos públicos fue de 8,72% y para empresas offshore fue del 5,30%. Como se mencionó anteriormente el financiamiento a través de empresas offshore, es el más bajo debido a que estos adquieren deuda con bancos internacionales.

En el capítulo 2 se analizó las fuentes de financiamiento a través de Mercado de Valores, Inicialmente se describió el mecanismo de funcionamiento de los principales papeles de renta fija, los cuales son; Papel Comercial, Obligaciones y Titularizaciones. Dentro del estudio se encontró que el Papel Comercial es el título valor más barato del mercado con un costo final del 9,35%, esto se debe a la dinámica que tiene, es decir, es un papel a corto plazo y cuenta con un recurso llamado revolvencia que facilita al emisor emitir más títulos valor a bajo costo por una sola vez, incluso, los plazos de repuesta son los más bajos en comparación con otros títulos valor tranzados en Mercado de Valores que son hasta 90 días. Por el otro lado, los costos de financiamiento a través de las Titularizaciones son las más costosas, esto se debe a que incluyen costos indirectos que generan un costo adicional al emisor. Por ejemplo, los gastos por motivos del fideicomiso y la estructuración de Valores. Finalmente, en la tercera parte de la disertación se analizó la inversión extranjera desde una perspectiva de financiamiento, los resultados arrojaron que la tasa mínima que un inversionista va a exigir va a ser del 10,17%, es decir que el costo por esta vía puede ir en ascenso dependiendo las condiciones del inversionista extranjero. Los resultados que se obtuvieron con respecto a los costos fueron los siguientes; Obligaciones 11,88%, Papel Comercial 9,35%, Titularizaciones 11,77% e Inversión Extranjera Directa 10,17%.

Finalmente, en el tercer capítulo se calcularon los principales indicadores financieros los cuales mostraron que el sector bananero se caracteriza por poseer problemas de liquidez y deuda de corto plazo. Una vez realizado el análisis se identificó el costo de oportunidad del sector bananero va a estar relacionado netamente a los montos máximos a emitir, es decir a mayor monto menor costo. A pesar que los costos de emisión son una barrera de entrada para montos menores, existen otros obstáculos como el alto riesgo país, la poca inclusión de las PYMES, entre otras. Como estrategias para poder incentivar el uso de fuentes de financiamiento alternativo es que por parte de gobierno nacional se incentive la promoción de títulos valor a inversionistas extranjeros. Segundo se debe buscar que se formalicen las empresas del sector bananero y se realice arduo trabajo para identificar a las empresas offshore que han otorgado indiscriminadamente créditos al sector. Tercero se debe remodelar las normas que regulan el mercado de valores y eliminar aquellos procesos que resultan costos e incluso tediosos para los emisores. Cuarto, se debe incluir a aquellas empresas PYMES que no aplican para el mercado, por lo que se debe crear un instrumento que permita a estas empresas emitir valores de deuda en conjunto.

Recomendaciones

En la presente investigación se calculó el costo de oportunidad de las fuentes de financiamiento del sector bananero, el aporte de la disertación es otorgar un estudio que analice las razones por las cuales no se han desarrollado fuentes de financiamiento clave para la economía nacional, tal es el caso del Mercado de Valores. Se escogió al sector bananero debido a su importancia dentro de la economía. No se escogió al sector informal debido a la poca información que se conoce del medio. Sin embargo, la información que se obtuvo de las empresas del sector bananero por parte de la Superintendencia de Compañías presenta errores para ciertos datos, por lo que se tuvo que investigar en los estados financieros de cada compañía. Para futuros estudios, hay que tomar en consideración, que, si bien los datos para la investigación fueron constatados con fuentes oficiales, pueden presentar errores, sin embargo, se usó todas las herramientas para mitigarlas. Cabe añadir que se debe solicitar a las instituciones proveedoras de información, en especial a la Superintendencia de Compañías y al Servicio de Rentas Internas verificar las empresas por CIU ya que ciertas empresas exportadoras de banano no se incluyen dentro de la investigación.

Para el caso de las empresas offshore, se requiere que la información sea constatada con profesionales distintos a los mostrados en la investigación, la finalidad de realizar ese ejercicio es para poder contrastar y verificar lo investigado. El análisis que se realiza dentro de la disertación para esta fuente de financiamiento es meramente deductivo y no es la realidad absoluta. Hay que tomar en consideración que los cálculos de los costos de mercado de valores fueron obtenidos en base a los prospectos de oferta pública, por lo que la información no era asimétrica, sin embargo, en base a los precios del mercado se calcularon aquellos costos ocultos. Futuras investigaciones, deben realizar un exhaustivo análisis para validar la base de datos que se anexa al final de la disertación.

El estudio se puede aplicar a otros sectores con distintos resultados, esto se debe que, tanto para los costos de financiamiento tradicional como no tradicional, son únicamente para el sector bananero. Se recomienda no aplicarlo de forma global ya que cada industria tiene distintos costos de financiamiento y su estructura es única. No se incorporó al estudio, las fuentes de financiamiento a través de cooperativas debido a la poca disponibilidad de información real y verificada, la información que se obtiene de las instituciones que lo regulan es imprecisa y muchas veces puede contener errores. Para futuras investigaciones se debe dar énfasis en incorporar a las cooperativas, sin embargo, se debe tener mucho cuidado al manipular la información. Finalmente, como última recomendación, se propone realizar nuevos estudios que abarquen, el mecanismo inexistente pero aprobado en Ecuador, los futuros. Adicionalmente, se debe incorporar a aquellos valores genéricos que se tranzan en el mercado de valores como los papeles comerciales y las notas de crédito.

Referencias Bibliográficas

- Arrau, P., & Socio de Gerens, S. A. (2001). El mercado de capitales chileno: Un necesario big-bang para el crecimiento. Documento preparado para el libro de Harald Beyer y Rodrigo Vergara (eds.) ¿Que Hacer Ahora?
- Báez, Jonathan y Iturralde Pablo (2016) Agroindustria en paraísos fiscales de los Panama Papers. La Línea de Fuego. Recuperado el 6 de febrero del 2019 de: <https://lalineadefuego.info/2016/05/10/agroindustria-en-paraisos-fiscales-de-los-panama-papers-por-jonathan-baez-y-pablo-iturraldei/>
- Banco Central del Ecuador [BCE]. (2019). Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales no. 105, valores constantes USD 2007 y corrientes, periodo: 2000.I-2018.IIIT. Quito
- Banco Central del Ecuador (s.f). Banco Central del Ecuador. Recuperado el 12/10/2018 de: <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/>
- Banco Central del Ecuador (s.f). Metodología para medir la vulnerabilidad financiera de las entidades financieras privadas mediante un sistema de alertas tempranas. Recuperado el 07/12/2018 de <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Cuadernos/Cuad135.pdf>
- Banco Pichincha [BP]. (2019). Simulador de créditos. Quito
- Beker, V. A., & Mochón Morcillo, F. (1994). *Economía: elementos de micro y macroeconomía* (No. 330): McGraw-Hill.
- Boisier, Sergio (2002). *Conversaciones Sociales y Desarrollo Regional*. Editorial Universidad de Talca. Talca. Chile.
- Bolsa de Valores de Quito [BVQ] (2019). Como emitir Acciones. Recuperado el 09/02/19) de: <https://www.bolsadequito.com/uploads/mercados/manuales-de-inscripcion/obligaciones.pdf>
- Bolsa de Valores de Quito [BVQ] (2019). Como emitir Obligaciones de Largo Plazo. Recuperado el 09/02/19) de: <https://www.bolsadequito.com/uploads/mercados/manuales-de-inscripcion/obligaciones.pdf>
- Bolsa de Valores de Quito [BVQ] (2019). Como emitir Papel Comercial. Recuperado el 09/02/19) de: <https://www.bolsadequito.com/uploads/mercados/manuales-de-inscripcion/obligaciones.pdf>
- Bolsa de Valores de Quito [BVQ] (2019). Como estructurar un proceso de titularización de activos. Recuperado el 09/02/19) de: <https://www.bolsadequito.com/uploads/mercados/manuales-de-inscripcion/obligaciones.pdf>
- Bolsa de Valores de Quito [BVQ] (2019). Bolsa de Valores de Quito. Recuperado el, 09/02/2019 de: <https://www.bolsadequito.com/index.php/mercados-bursatiles/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores>
- Burch, E. E., & Henry, W. R. (1974). Opportunity and incremental cost: attempt to define in systems terms: a comment. *The Accounting Review*

- Contreras, Ismaira y Saavedra, Sol (2001) *Evolución del financiamiento agrícola en el estado Mérida en el contexto nacional, 1990-1998. Revista agroalimentaria, 7(12), 25-38.*
- Córdova Zapata, J. S. (2013). *Análisis del sector camaronero y el mercado de valores ecuatoriano periodo 2006–2011*(Bachelor's thesis, QUITO/PUCE/2013).
- Carlos, M. (1973). El capital. *Trad. W. Roces, Ed. FCE, México, 19.*
- Díaz, B. G. (2000). *El coste de oportunidad como herramienta empresarial.* Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Oviedo.
- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2007). *Finanzas corporativas:* Cengage Learning Editores.
- Financiero, C. O. (2014). Código Orgánico Monetario y Financiero. CÓDIGO ORGÁNICO MONETARIO Y FINANCIERO.
- Galarza Intriago, C. A. (2015). *El aporte de las casas de valores al mercado de valores ecuatoriano en el período 2003-2012* (Bachelor's thesis, PUCE).
- Gray, S., & Place, J. (2018). *Derivados Financieros [Ebook] (1st ed.).* Londres: Center for Central Banking Studies, Bank of England. Recuperado el 11/11/2018 de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Publicaciones-de-Otras-Instituciones/pub-en-69.pdf>
- Guzmán Panimboza, P. A. (2014). *Análisis de competitividad del banano en el sector agrícola ecuatoriano* (Bachelor's thesis, Escuela Agrícola Panamericana, Zamorano Honduras).
- “Importancia del financiamiento para empresas en crecimiento “(2018). Recuperado el 6 de febrero del 2019, de <https://www.empresas.hsbc.com.mx/es-mx/mx/article/importancia-del-financiamiento-para-empresas-en-crecimiento>
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos [INEC]. Encuesta de Superficie y Producción Agropecuaria Continua 2012. Recuperado el 09/11/2018) de: http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Estadisticas_agropecuarias/espac/espac_2012/InformeEjecutivo.pdf
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo septiembre 2018. Recuperado el 17/10/18) de: http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Septiembre-2018/092018_Mercado%20Laboral.pdf
- Instituto de Estadísticas y Censos [INEC]. (2018). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo. *Quito*
- Livingston, M., & Miller, R. (2000). Investment Bank Reputation and the Underwriting of Nonconvertible Debt. *Financial Management, 29(2), 21-34.* Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/3666283>
- Mankiw, N. G. (2007). *Principios de Economía (6ª-ed.).* Madrid: Thompson Editores Spain.
- Ministerio de Agricultura y Ganadería [MAG]. Catastro Bananero a Nivel Nacional. Recuperado de: <http://fliphtml5.com/wtae/jvxh/basic>

- Navarro Abarzúa, I. (2005, agosto 21). Capital humano: Su definición y alcances en el desarrollo local y regional. Archivos Analíticos de Políticas Educativas, 13(35), Recuperado de: <http://epaa.asu.edu/epaa/v13n35>
- Nicholson, W. (2005). Teoría microeconómica: principios básicos y ampliaciones. Editorial Paraninfo.
- Orozco, Mónica (2019). 10 nuevos tipos de crédito están en vigencia en Ecuador (Ecuador). El Comercio. Recuperado el 6 de febrero del 2019 de <https://www.elcomercio.com/actualidad/nuevos-tipos-credito-vigentes-ecuador.html>.
- Place, J., y Grey, S. (2003). Derivados Financieros. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. Durango, 54.
- Parsons, J. J., y Besley, S. (2008). *Fundamentos de administración financiera*. Cengage Learning Editores.
- PROEcuador. (2017). Informe Sector Bananero Ecuatoriano. 01/09/2018, de 12/10/2017 Sitio web: <https://www.comercioexterior.gob.ec/wp-content/uploads/2017/12/Informe-sector-bananero-esp%C3%B1ol-04dic17.pdf>
- Pérez Manzano, O., Rivera Hernández, A., & Solís Granda, L. (2015). Análisis del Mercado de Valores Ecuatoriano como fuente de inversión para las PyMES. Revista Ciencia UNEMI, (8).
- Perold, A. F. (2004). The capital asset pricing model. Journal of economic perspectives, 18(3), 3-24.
- Rovayo, G. (2010). Finanzas para directivos. Rovayo Vera, Gabriel Abelardo.
- Saltos, J. I. L. (2013). Propuesta de reformas al mercado de valores ecuatoriano. *Iuris Dictio*, 13(15).
- Samuelson, P., & Nordhaus, W. (1986). Economía, McGraw-Hills, pp. 458ss y 1115. Madrid. [Links].
- Sieveling, H. (1942). Historia de la economía: desde el siglo XVII hasta la actualidad: una exposición alfabética de conceptos económicos y su aplicación
- Smelser, N. (1975). Karl Marx on Society and Social Change: With Selections by Friedrich Engels.
- Smith, A. (1794). *La riqueza de las naciones* (Vol. 1). Oficina de Viuda e Hijos de Santander. Valladolid 1794.
- Superintendencia de Bancos (s.f). Estadísticas. Recuperado el 12/10/2018 de: <http://estadisticas.superbancos.gob.ec/portalestadistico/portalestudios/>
- Superintendencia de bancos examina métodos de supervisión de riesgos financieros "(2018). Recuperado el 6 de febrero del 2019, de <https://www.empresas.hsbc.com.mx/es-mx/mx/article/importancia-del-financiamiento-para-empresas-en-crecimiento>
- Superintendencia de Compañías (s.f). Estadísticas. Recuperado el 20/10/2018 de: http://appscvsmovil.supercias.gob.ec/portallInformacion/sector_societario.zul
- Superintendencia de Compañías. (2016). *EMISIÓN Y OFERTA PÚBLICA DE VALORES EN EL ECUADOR* [Ebook] (1st ed.). Recuperado el 10/11/2018 <http://portal.supercias.gob.ec/wps/wcm/connect/a42803a6-1fa9-443a-8882-ac51ecc2b767/EVOLUCION+DE+MERCADO+DE+VALORES+2007-2015+FINAL.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=a42803a6-1fa9-443a-8882-ac51ecc2b767>

Varian, H. (2010). *Microeconomía intermedia* (No. 330 330). e-libro, Corp.

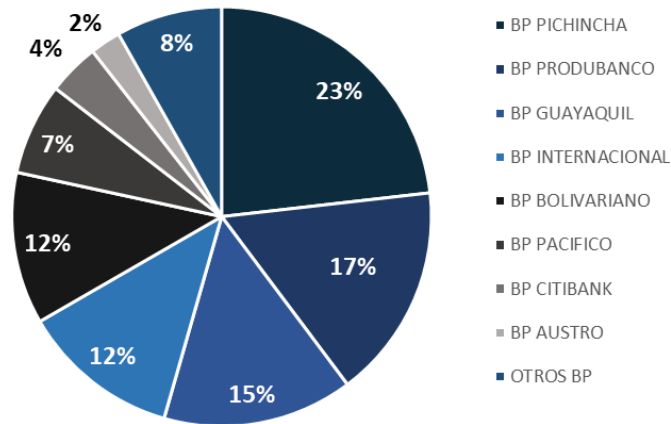
Villar, Luciana, Briozzo, Anahí, Pesce, Gabriela y Fernández Andréa, *El rol de la banca pública en el financiamiento a pymes. Estudio Comparativo para la Argentina y Brasil, Desarrollo y Sociedad, 76, (205-241).*

Villota Meza, S. S. (2013). *La titularización como mecanismo de financiamiento en Ecuador: su evolución y desempeño en el período 2003-2011* (Bachelor's thesis, Pontificia Universidad Católica del Ecuador).

UNCTAD. Banano. (2018). Recuperado el 10/11/2018 de:
http://unctad.org/es/PublicationsLibrary/INFOCOMM_cp01_Banana_es.pdf

Anexos

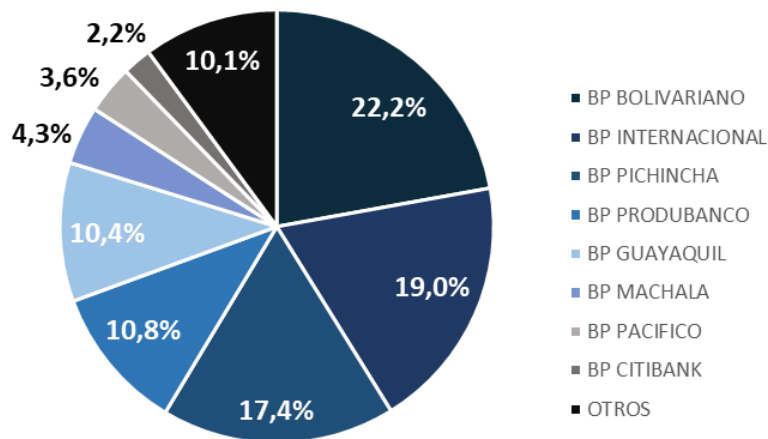
Anexo A: Participación de Bancos Privados en el Total de la Cartera de Créditos, periodo 2013-2017



Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

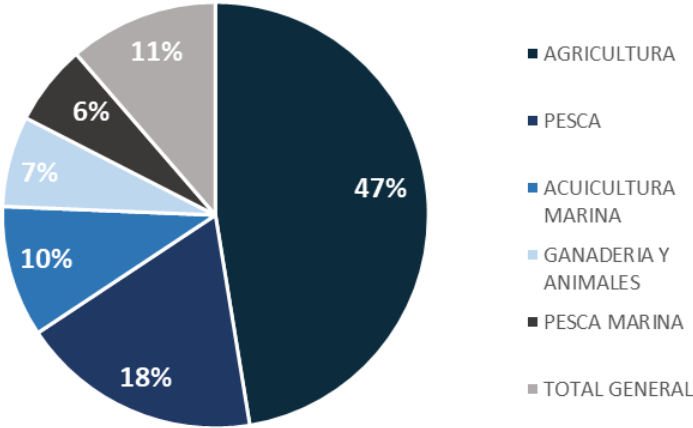
Anexo B: Participación de Bancos Privados en el Total de la Cartera de Créditos del Sector Agropecuario, periodo 2013-2017



Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

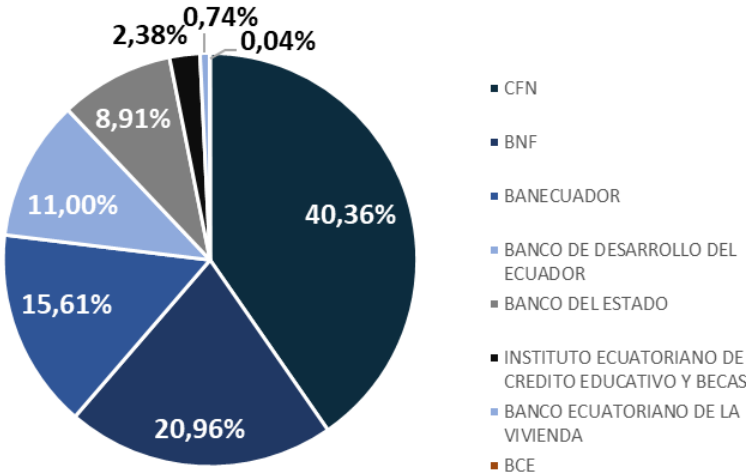
Anexo C: Participación de las principales Actividades Económicas en el Total de la Cartera de Créditos del Sector Agropecuario, periodo 2013-2017



Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

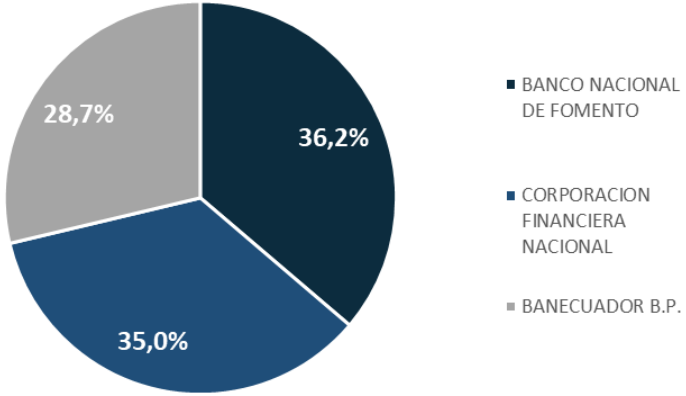
Anexo D: Participación de Bancos Públicos en el Total de la Cartera de Créditos, periodo 2013-2017



Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

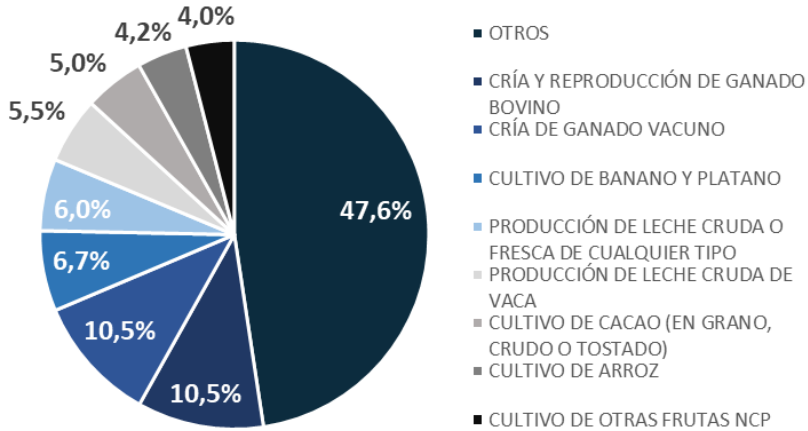
Anexo E: Participación de Bancos Privados en el Total de la Cartera de Créditos del Sector Agropecuario, periodo 2013-2017



Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Anexo F: Participación de las principales Actividades Económicas en el Total de la Cartera de Créditos del Sector Agropecuario, periodo 2013-2017



Fuente: Superintendencia de Bancos (SPB)

Elaboración: Julio César Ortiz S.

Anexo G: Requerimientos Financiamiento Tradicional vs No Tradicional

| Requerimientos | Financiamiento Tradicional | Financiamiento No Tradicional |
|--|-----------------------------------|---|
| Solicitud de Crédito | CUMPLE | N/A |
| Referencias Bancarias | CUMPLE | CUMPLE |
| Declaración del Impuesto a la Renta de los Tres últimos años | CUMPLE | CUMPLE |
| Copias de impuestos prediales | CUMPLE | CUMPLE |
| Contratos de arrendamiento notariados | CUMPLE | N/A |
| Seguro de Desgravamen obligatorio | CUMPLE | Aplica solo si el emisor tiene Seguros Contratados |
| Certificados de cumplimiento IESS, Superintendencia de Compañías, Nómina de socios y/o accionistas, Acta Junta General Autorizando la contratación del Crédito | CUMPLE | CUMPLE |
| Referencias Comerciales | CUMPLE | CUMPLE |
| Copia de Cédula y nombramiento del Representante Legal Inscrito en el Registro Mercantil | CUMPLE | CUMPLE |
| Balance Generales de los dos últimos años y último trimestre | CUMPLE | N/A |
| Balance Fiscal de los últimos tres años | CUMPLE | CUMPLE |
| Declaración del IVA de los últimos Seis meses | CUMPLE | CUMPLE |
| Estados de Cuentas de tarjeta de crédito | CUMPLE | N/A |
| Avalúos de bienes a hipotecar | CUMPLE | Aplica solo con el bien que se va dar como garantía |
| Situación económica del codeudor | CUMPLE | N/A |
| Comprobante de ingresos ordinarios y extraordinarios de deudores y garantes | CUMPLE | Aplica solo para el Emisor |
| Patrimonio de deudores y garantes | CUMPLE | Aplica solo para el emisor |
| Flujo de Caja Proyectado | CUMPLE | CUMPLE |

| Requerimientos | Financiamiento Tradicional | Financiamiento No Tradicional |
|--|-----------------------------------|--|
| Memoria técnica descriptiva del proyecto (Especificación de la construcción, Estudio de suelos, Planos, Escritura, Promesas de Compra-Venta) | CUMPLE | Aplica solo para Titularización y Obligación |
| Requisitos Calificadora de Riesgos (SHADOW, 46) | N/A | CUMPLE |
| Perfil del Negocio y Servicios | N/A | CUMPLE |
| Estadísticas de Ventas de Enero-Diciembre 2016, Enero-Diciembr 2017, Enero-Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| Ventajas Comparativas y Competitivas. Noviembre2018 | N/A | CUMPLE |
| Los 10 principales proveedores (Indicando si son privados o empresas relacionadas y su porcentaje de dependencia, participación en el costo de ventas y país de origen). Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| Riesgo Operativo del Negocio. Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| Los 10 principales clientes (porcentaje de dependencia de clientes relacionados al mismo grupo en base a la venta de la compañía). Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| Participación de Mercado e indicar quienes son sus principales competidores. Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| Detalle de las pólizas de seguro contra todo riesgo. (En el caso de poseerlas) | N/A | CUMPLE |
| Detalle de todas las certificaciones que posee la empresa. | N/A | CUMPLE |
| Estructura Organizacional para la toma de decisiones del Negocio. | N/A | CUMPLE |
| Informe del Departamento de Recursos Humanos (Personal Contratado, Número, Estado Legal, Costos Laborales presentes y Pasivos Laborales Contingentes, <u>indicar si la empresa cuenta con sindicato</u>). Noviembre | N/A | CUMPLE |
| Nombre, cargo de los principales directivos de la empresa y detalle del tiempo que tienen en la empresa. | N/A | CUMPLE |

| Requerimientos | Financiamiento Tradicional | Financiamiento No Tradicional |
|---|-----------------------------------|--------------------------------------|
| Política de la empresa para el manejo de Gobierno Corporativo, detallar lineamientos | N/A | CUMPLE |
| Características de la administración y propiedad. (Detalle de Empresas Vinculadas, Objetivos de la Administración, Características de la Administración, Hoja de Vida de los principales directivos, y cualquier otra información relevante, periodicidad de las reuniones, sistemas de control interno, indicar si existen discrepancias entre accionistas y acreedores). Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| Hechos relevantes en el desempeño corporativo. | N/A | CUMPLE |
| Detalle de los Accionistas, en caso de ser empresas descripción de las mismas y estatus legal (activo, en disolución, etc.) Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| F.O.D.A. de la empresa. | N/A | CUMPLE |
| Procesos Judiciales hacia la empresa y realizados. Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| Certificado de cumplimiento de obligaciones con el IESS y SRI. | N/A | CUMPLE |
| Política de Gestión de la empresa. | N/A | CUMPLE |
| Misión y Visión empresarial. | N/A | CUMPLE |
| Detalle del cumplimiento de las estrategias planteadas en el 2018 | N/A | CUMPLE |
| Estrategias para el año 2019. | N/A | CUMPLE |
| Informe de Responsabilidad Social y Proyectos sobre los cuales trabaja la compañía. (En el caso de poseerlos) | N/A | CUMPLE |
| Formulario 101 del año 2017. | N/A | CUMPLE |
| Estados Financieros Auditados del año 2015, 2016, 2017 | N/A | CUMPLE |
| Estados Financieros con corte interno de enero, febrero, marzo, abril, mayo, julio, agosto, septiembre, octubre, noviembre 2017. (Firmados) | N/A | CUMPLE |
| Estados Financieros con corte interno de enero – noviembre 2018. Consolidados y abiertos / Firmados. | N/A | CUMPLE |

| Requerimientos | Financiamiento Tradicional | Financiamiento No Tradicional |
|---|-----------------------------------|--------------------------------------|
| En caso de que la empresa presente notas de los estados financieros internos de noviembre 2018, enviarlos. | N/A | CUMPLE |
| Balances Financieros Proyectados. Estructurador Financiero | N/A | CUMPLE |
| Informe del Director Financiero sobre las políticas del manejo de las cuentas por cobrar, cuentas por pagar, cuentas incobrables, provisiones aprobado por el Directorio. Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| Préstamos Bancarios adquiridos con sus respectivas tablas de amortización y copia del documento crediticio. | N/A | CUMPLE |
| Detalle de algún No Pago o Retraso en obligaciones contraídas. Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| Estructura de Inversiones Permanentes. Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| Detalle de las Cuentas por Cobrar y por Pagar por vencimiento (vencidas y por vencer), detallar las cuentas por cobrar a clientes públicos y compañías relacionadas. Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| De existir Cuentas por Cobrar a empresas vinculadas, detallar si los créditos son con intereses, vigencia y entidad a quien se le otorgó | N/A | CUMPLE |
| Indicar si la empresa es Garante de alguna compañía relacionada o Accionista. Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| Tabla de Ingreso. Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| Depreciación acumulada y gastos de depreciación de diciembre 2017, noviembre 2017 y 2018. | N/A | CUMPLE |
| Presupuesto del año 2019 | N/A | CUMPLE |
| Detalle de Activos gravados. Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |

| Requerimientos | Financiamiento Tradicional | Financiamiento No Tradicional |
|--|-----------------------------------|--------------------------------------|
| . Detalle de inversiones realizadas durante en el año 2017 y 2018. | N/A | CUMPLE |
| Política de precios, Política de dividendos, Política financiera y Política de inversión | N/A | CUMPLE |
| Perspectivas de crecimiento en ventas y tamaño para el año 2018 y 2019 | N/A | CUMPLE |
| . Detalle de Activos Gravados a Noviembre 2018 | N/A | CUMPLE |
| Requisitos Adicional Obligaciones | N/A | CUMPLE |
| Identificación Representante de obligacionistas | N/A | CUMPLE |
| Declaración Juramentada del Representante de Obligacionistas | N/A | CUMPLE |
| Requisitos de Valoración de Empresas | N/A | CUMPLE |

Anexo H: Base de Datos Costos Directos e Indirectos Obligaciones (2013-2017), Mercado de Valores

| ANO | EMISOR | NUMERO DE EMISION | MONTO | Calificación de riesgo | Piase | Tasa de Interés Promedio Ponderado | Estructuración de Casos de Valores | Honorarios Agente Colocador/Casa de Valores | Honorarios Representantes de Obligacionistas | Honorarios Calificadores de Riesgos | Costos Legales | Total Deceval/Agente Pagador | TOTAL Registro Mercado de Valores | Bole de Valores | OTROS COSTOS | TOTAL COSTO | % de la Emisión | Costo Directo Total (base de Intereses Ponderada) (1) | % Costos Largo Plazo Real | Total Costos Indirectos (2) | % Costos PASA FINAL (1+2) |
|------|--------------------------|-------------------|------------|------------------------|-------|------------------------------------|------------------------------------|---|--|-------------------------------------|----------------|------------------------------|-----------------------------------|-----------------|--------------|-------------|-----------------|---|---------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| 2013 | EL ROSARIO | 3 | 40,000,000 | AAA | 1800 | 7.0% | 40,000 | 200,000 | 10,000 | 35,000 | 9,500 | 24,000 | 15,000 | 186,000 | 83,876 | 603,376 | 1.5% | 7,000% | 0.00% | 1.17% | 8.17% |
| 2013 | RETNAPAC | 1 | 20,000,000 | AAA+ | 2150 | 7.5% | 35,000 | 40,000 | 9,000 | 42,500 | 7,500 | 21,000 | 17,500 | 260,500 | 60,500 | 477,450 | 1.2% | 7,500% | 0.0% | 0.73% | 8.66% |
| 2013 | NOVAHERO | 2 | 20,000,000 | AAA+ | 1800 | 8.0% | 14,000 | 20,000 | 7,250 | 21,500 | 4,000 | 8,000 | 15,000 | 138,000 | 29,000 | 256,750 | 1.3% | 8,000% | 0.0% | 0.13% | 9.70% |
| 2013 | ALFA | 5 | 20,000,000 | AAA+ | 1800 | 7.5% | 25,000 | 75,000 | 10,000 | 86,500 | 8,000 | 10,000 | 15,000 | 180,000 | 36,634 | 246,634 | 1.7% | 7,500% | 1.0% | 1.15% | 8.65% |
| 2013 | ALFA | 4 | 20,000,000 | AAA+ | 1800 | 7.5% | 25,000 | 75,000 | 10,000 | 86,500 | 8,000 | 10,000 | 15,000 | 180,000 | 36,634 | 246,634 | 1.7% | 7,500% | 1.0% | 1.15% | 8.65% |
| 2013 | ALFA | 3 | 20,000,000 | AAA+ | 1800 | 7.5% | 25,000 | 75,000 | 10,000 | 86,500 | 8,000 | 10,000 | 15,000 | 180,000 | 36,634 | 246,634 | 1.7% | 7,500% | 1.0% | 1.15% | 8.65% |
| 2013 | ALFA | 2 | 20,000,000 | AAA+ | 1800 | 7.5% | 25,000 | 75,000 | 10,000 | 86,500 | 8,000 | 10,000 | 15,000 | 180,000 | 36,634 | 246,634 | 1.7% | 7,500% | 1.0% | 1.15% | 8.65% |
| 2013 | ALFA | 1 | 20,000,000 | AAA+ | 1800 | 7.5% | 25,000 | 75,000 | 10,000 | 86,500 | 8,000 | 10,000 | 15,000 | 180,000 | 36,634 | 246,634 | 1.7% | 7,500% | 1.0% | 1.15% | 8.65% |
| 2013 | PLASTICOS DEL | 10 | 12,000,000 | AA | 2150 | 8.0% | 30,000 | 120,000 | 9,600 | 28,750 | 6,000 | 7,200 | 17,500 | 136,800 | 43,262 | 309,112 | 3.3% | 8,000% | 2.1% | 0.21% | 9.14% |
| 2013 | CORPORACION | 3 | 10,000,000 | AA+ | 3600 | 8.0% | 37,400 | 54,000 | 3,332 | 32,000 | 6,000 | 7,200 | 27,500 | 208,800 | 48,652 | 483,652 | 4.0% | 7,975% | 2.1% | 0.20% | 10.27% |
| 2013 | ELECTROXTO | 1 | 10,000,000 | AA | 2150 | 8.0% | 140,000 | 140,000 | 12,000 | 27,500 | 6,000 | 6,000 | 17,500 | 114,000 | 56,120 | 519,120 | 5.2% | 8,000% | 3.9% | 0.20% | 12.08% |
| 2013 | MAREAUTO | 1 | 12,000,000 | AA- | 1800 | 8.4% | 25,000 | 60,000 | 33,208 | 28,000 | 33,208 | 7,195 | 15,000 | 118,800 | 36,012 | 402,112 | 4.2% | 8,375% | 1.4% | 0.22% | 10.01% |
| 2013 | Telcelnet | 5 | 10,000,000 | AA+ | 2150 | 8.0% | 50,000 | 150,000 | 9,600 | 25,000 | 5,000 | 6,000 | 17,500 | 114,000 | 46,812 | 422,912 | 4.2% | 8,000% | 2.7% | 0.22% | 11.14% |
| 2013 | DITCA | 1 | 10,000,000 | AA+ | 1800 | 8.0% | 45,000 | 125,000 | 10,000 | 29,500 | 9,340 | 5,000 | 15,000 | 99,000 | 45,925 | 383,765 | 3.8% | 8,000% | 2.7% | 0.23% | 10.91% |
| 2013 | EUROFISH | 1 | 10,000,000 | AA+ | 2520 | 8.0% | 30,000 | 45,000 | 14,000 | 24,750 | 5,000 | 5,000 | 20,000 | 129,000 | 20,000 | 303,800 | 3.0% | 8,000% | 1.5% | 0.22% | 10.73% |
| 2013 | PROGRESA | 3 | 10,000,000 | AAA | 1800 | 8.1% | 10,000 | 30,000 | 3,400 | 9,240 | 4,000 | 4,000 | 15,000 | 99,000 | 26,961 | 228,301 | 2.3% | 8,100% | 1.0% | 0.25% | 10.90% |
| 2013 | COMPENSA | 1 | 10,000,000 | AAA | 1800 | 7.8% | 35,000 | 35,000 | 3,000 | 32,000 | 6,000 | 6,000 | 19,000 | 26,800 | 248,800 | 2.5% | 7,500% | 1.2% | 0.28% | 10.78% | |
| 2013 | HOTELVARAD | 1 | 10,000,000 | AAA | 1800 | 7.8% | 140,000 | 140,000 | 12,000 | 27,500 | 6,000 | 6,000 | 17,500 | 114,000 | 56,120 | 519,120 | 5.2% | 8,000% | 3.9% | 0.20% | 12.08% |
| 2013 | FINAR | 3 | 5,000,000 | AA+ | 2150 | 7.6% | 7,500 | 14,000 | 4,100 | 21,500 | 4,000 | 4,800 | 17,500 | 105,200 | 21,089 | 205,544 | 2.6% | 7,600% | 1.0% | 0.25% | 8.84% |
| 2013 | FINAR | 2 | 5,000,000 | AA | 1800 | 8.3% | 10,000 | 100,000 | 1,400 | 14,000 | 7,000 | 3,000 | 15,000 | 38,900 | 344,175 | 344,175 | 6.8% | 8,250% | 5.4% | 0.29% | 13.67% |
| 2013 | Stroessen | 2 | 6,500,000 | AA+ | 1800 | 8.3% | 28,275 | 25,200 | 3,500 | 28,500 | 5,000 | 3,900 | 17,500 | 68,845 | 29,271 | 246,271 | 4.1% | 7,500% | 2.6% | 0.30% | 10.36% |
| 2013 | Universal Sweet | 1 | 6,000,000 | AA+ | 1800 | 7.8% | 30,000 | 60,000 | 8,000 | 27,000 | 5,000 | 3,000 | 15,000 | 68,400 | 29,271 | 246,271 | 4.1% | 7,500% | 2.6% | 0.30% | 10.36% |
| 2013 | ESCUARO | 1 | 5,000,000 | AA+ | 1800 | 8.0% | 50,000 | 75,000 | 8,000 | 20,000 | 4,000 | 4,000 | 15,000 | 57,000 | 30,552 | 263,223 | 5.3% | 8,000% | 3.7% | 0.31% | 12.02% |
| 2013 | PROMARVI | 1 | 5,000,000 | AA+ | 1800 | 8.5% | 42,500 | 42,500 | 4,250 | 28,000 | 2,000 | 3,000 | 15,000 | 57,000 | 29,092 | 249,092 | 5.0% | 8,500% | 2.9% | 0.42% | 11.81% |
| 2013 | INDUAMTO | 2 | 5,000,000 | AA | 2150 | 8.0% | 50,000 | 50,000 | 8,000 | 42,100 | 4,000 | 2,900 | 17,500 | 65,750 | 31,554 | 277,475 | 5.4% | 8,000% | 3.3% | 0.36% | 11.67% |
| 2013 | AGHAMAR | 1 | 5,000,000 | AA+ | 1800 | 8.0% | 18,500 | 50,000 | 8,000 | 30,000 | 4,000 | 4,000 | 15,000 | 24,972 | 211,143 | 4.2% | 8,000% | 2.5% | 0.34% | 10.88% | |
| 2013 | PICA PLASTICOS | 1 | 5,000,000 | AA+ | 2150 | 8.0% | 37,500 | 37,500 | 3,750 | 18,800 | 3,500 | 3,000 | 17,500 | 65,750 | 21,546 | 215,096 | 4.3% | 8,000% | 2.6% | 0.29% | 10.88% |
| 2013 | PICA PLASTICOS | 2 | 5,000,000 | AA+ | 1800 | 8.0% | 35,000 | 35,000 | 3,500 | 18,800 | 3,500 | 3,000 | 17,500 | 57,000 | 24,896 | 215,096 | 4.3% | 8,000% | 2.5% | 0.30% | 10.79% |
| 2013 | COMARSA | 6 | 5,000,000 | AA+ | 1800 | 8.3% | 10,000 | 50,000 | 1,400 | 14,000 | 7,000 | 3,000 | 15,000 | 38,900 | 344,175 | 344,175 | 6.8% | 8,250% | 5.4% | 0.29% | 13.67% |
| 2013 | COMARSA | 3 | 5,000,000 | AA+ | 1800 | 8.3% | 10,000 | 37,500 | 1,400 | 14,000 | 350 | 3,712 | 15,000 | 57,000 | 19,440 | 175,462 | 3.5% | 8,250% | 1.9% | 0.33% | 11.44% |
| 2013 | INCAPABLE | 3 | 5,000,000 | AA | 1800 | 8.3% | 10,000 | 37,500 | 1,400 | 14,000 | 300 | 3,300 | 15,000 | 57,000 | 18,388 | 164,248 | 3.3% | 8,250% | 1.9% | 0.29% | 11.44% |
| 2013 | BIOMANSO | 2 | 5,000,000 | AA | 1800 | 8.6% | 14,500 | 7,500 | 3,500 | 3,500 | 2,000 | 2,000 | 15,000 | 57,000 | 17,512 | 177,512 | 2.6% | 8,750% | 1.3% | 0.36% | 10.37% |
| 2013 | ILE | 1 | 5,000,000 | AA+ | 1800 | 8.0% | 20,000 | 20,000 | 8,000 | 18,500 | 9,000 | 3,000 | 15,000 | 57,000 | 18,580 | 169,080 | 3.4% | 8,000% | 1.9% | 0.30% | 10.19% |
| 2013 | PF GROUP S.A. | 1 | 5,000,000 | AA- | 1800 | 7.8% | 25,000 | 20,000 | 4,000 | 35,500 | 4,000 | 2,500 | 15,000 | 57,000 | 21,280 | 189,280 | 3.8% | 7,500% | 2.1% | 0.35% | 10.16% |
| 2013 | FREOSA | 1 | 4,000,000 | AA | 1800 | 8.0% | 20,000 | 80,000 | 8,000 | 20,000 | 2,800 | 2,400 | 15,000 | 45,600 | 24,124 | 221,424 | 5.5% | 8,000% | 3.8% | 0.35% | 12.16% |
| 2013 | MBISOL | 2 | 4,000,000 | AA+ | 1800 | 7.8% | 17,000 | 28,000 | 2,000 | 13,000 | 3,750 | 2,400 | 12,500 | 38,600 | 16,326 | 174,010 | 4.4% | 7,750% | 2.7% | 0.34% | 10.74% |
| 2013 | SIMED | 2 | 4,000,000 | AA+ | 1440 | 8.0% | 17,000 | 28,000 | 2,000 | 13,000 | 5,000 | 2,400 | 12,500 | 38,600 | 16,326 | 174,010 | 4.4% | 8,000% | 2.8% | 0.34% | 10.74% |
| 2013 | BIASSURCORP | 3 | 3,500,000 | AAA | 1800 | 8.0% | 54,130 | 0 | 8,000 | 19,500 | 3,650 | 2,100 | 15,000 | 18,888 | 162,747 | 4.0% | 8,000% | 2.8% | 0.37% | 11.13% | |
| 2013 | PRIMATURCEL | 2 | 3,000,000 | AAA | 1800 | 7.6% | 9,100 | 16,000 | 3,500 | 4,275 | 3,750 | 2,400 | 15,000 | 45,600 | 11,645 | 111,356 | 2.8% | 7,625% | 1.5% | 0.27% | 9.88% |
| 2013 | FRUTERA DEL | 1 | 3,000,000 | AA- | 2150 | 6.3% | 28,275 | 12,400 | 3,500 | 24,500 | 2,724 | 2,291 | 17,500 | 46,750 | 24,338 | 104,611 | 5.2% | 6,250% | 2.9% | 0.38% | 11.55% |
| 2013 | FRUTERA DEL | 1 | 3,000,000 | AA | 1800 | 7.5% | 18,385 | 18,385 | 8,000 | 24,500 | 133 | 1,859 | 15,000 | 34,200 | 20,345 | 182,422 | 6.1% | 7,500% | 3.9% | 0.43% | 11.85% |
| 2013 | FRUTERA DEL | 3 | 3,000,000 | AA | 1440 | 8.0% | 42,000 | 18,000 | 3,500 | 21,500 | 2,802 | 2,208 | 12,500 | 28,950 | 19,366 | 150,846 | 5.0% | 8,000% | 3.4% | 0.41% | 11.80% |
| 2013 | FRUTERA DEL | 2 | 3,000,000 | AA | 1440 | 8.0% | 42,000 | 18,000 | 3,500 | 21,500 | 2,802 | 2,222 | 12,500 | 28,950 | 19,366 | 150,846 | 5.0% | 8,000% | 3.4% | 0.41% | 11.77% |
| 2013 | FRUTERA DEL | 1 | 3,000,000 | AA | 1440 | 8.0% | 42,000 | 18,000 | 3,500 | 21,500 | 2,802 | 1,800 | 12,500 | 34,200 | 18,775 | 162,078 | 5.4% | 7,875% | 3.4% | 0.39% | 11.70% |
| 2013 | GRIFINE | 2 | 3,000,000 | AA- | 1800 | 7.9% | 18,000 | 45,000 | 8,000 | 18,500 | 2,802 | 1,650 | 15,000 | 35,475 | 17,866 | 154,684 | 5.6% | 7,875% | 3.5% | 0.42% | 11.81% |
| 2013 | DEL MONTE | 2 | 2,750,000 | AA+ | 1800 | 7.9% | 24,750 | 34,750 | 6,000 | 15,000 | 2,802 | 2,400 | 10,000 | 23,700 | 17,036 | 117,938 | 3.8% | 7,750% | 2.6% | 0.40% | 10.71% |
| 2013 | AZULEC | 1 | 3,000,000 | AA+ | 1080 | 7.8% | 14,000 | 27,000 | 6,000 | 10,000 | 2,802 | 2,400 | 10,000 | 23,700 | 17,036 | 117,938 | 3.8% | 7,750% | 2.6% | 0.40% | 10.71% |
| 2013 | AUTOMOTORES DE LA SIERRA | 4 | 3,000,000 | AA | 1440 | 7.8% | 13,500 | 18,000 | 2,800 | 16,800 | 2,802 | 3,751 | 12,500 | 28,950 | 12,788 | 117,291 | 3.9% | 7,500% | 2.2% | 0.43% | 10.88% |
| 2013 | AUTOMOTORES DE LA SIERRA | 3 | 3,000,000 | AA | 1440 | 7.8% | 13,500 | 18,000 | 2,800 | 16,800 | 2,802 | 3,751 | 12,500 | 28,950 | 12,788 | 117,291 | 3.9% | 7,500% | 2.2% | 0.43% | 10.88% |
| 2013 | AUTOMOTORES DE LA SIERRA | 2 | 3,000,000 | AA | 1440 | 7.8% | 13,500 | 18,000 | 2,800 | 1 | | | | | | | | | | | |

| AÑO | EMISOR | NÚMERO DE EMISIÓN | MONTO | Calificación de Riesgo | Piso | Tasa de Interés Promedio Ponderado | Estructuración Casa de Valores | Honorarios Asesor Colocador/Casa de Valores | Honorarios Representantes de Obligacionistas | Honorarios Calificadoras de Riesgos | Costos Legales | Total Deceval/Agente Pagador | TOTAL Registro Mercado de Valores | Bolsa de Valores | OTROS COSTOS | TOTAL COSTO | % de la Emisión | Costo Directo Total (Tasa de Interés Ponderada) (1) | % Costos Corto Plazo Real | % Costos Largo Plazo Real | Total Costos Indirectos (2) | TASA FINAL (1+2) |
|------|--------------------------------|-------------------|------------|------------------------|------|------------------------------------|--------------------------------|---|--|-------------------------------------|----------------|------------------------------|-----------------------------------|------------------|--------------|-------------|-----------------|---|---------------------------|---------------------------|-----------------------------|------------------|
| 2014 | Difare | 5 | 20.000.000 | AAA- | 1800 | 8,1% | 10.000 | 66.000 | 13.650 | 34.000 | 16.000 | 12.471 | 15.000 | 138.000 | 35.651 | 340.772 | 1,7% | 8,125% | 0,9% | 0,15% | 1,10% | 9,22% |
| 2014 | Enviases del Utoral | 9 | 14.000.000 | AA+ | 1800 | 8,0% | 35.000 | 35.000 | 14.000 | 25.250 | 5.000 | 8.400 | 15.000 | 138.600 | 53.288 | 434.538 | 3,1% | 8,000% | 0,9% | 0,15% | 2,26% | 10,26% |
| 2014 | Efesa | 3 | 15.000.000 | AAA | 1800 | 8,0% | 34.500 | 19.500 | 6.000 | 31.360 | 2.500 | 6.000 | 15.000 | 148.500 | 31.360 | 269.360 | 1,8% | 8,000% | 2,1% | 0,18% | 1,08% | 9,08% |
| 2014 | PLASTICOS DEL | 12 | 10.000.000 | AA+ | 1800 | 8,0% | 30.000 | 120.000 | 14.000 | 25.250 | 6.000 | 5.400 | 15.000 | 118.800 | 40.470 | 374.500 | 3,1% | 8,000% | 2,0% | 0,22% | 2,24% | 10,24% |
| 2014 | Audiflex | 1 | 10.000.000 | AA+ | 1800 | 8,1% | 105.000 | 150.000 | 2.000 | 22.500 | 42.500 | 6.223 | 15.000 | 99.000 | 54.280 | 496.003 | 5,0% | 8,125% | 3,9% | 0,21% | 4,11% | 12,23% |
| 2014 | Telnet | 6 | 10.000.000 | AAA- | 1800 | 8,0% | 50.000 | 150.000 | 10.000 | 21.500 | 5.000 | 6.000 | 15.000 | 43.340 | 399.840 | 4,0% | 8,000% | 2,9% | 0,23% | 3,11% | 11,11% | |
| 2014 | PLASTICOS DEL | 11 | 10.000.000 | AA | 1800 | 8,0% | 25.000 | 100.000 | 10.000 | 21.500 | 5.000 | 6.000 | 15.000 | 99.000 | 34.790 | 320.400 | 3,2% | 8,000% | 2,1% | 0,23% | 2,29% | 10,29% |
| 2014 | Universal Sweet | 4 | 8.000.000 | AAA- | 1440 | 7,8% | 13.500 | 35.000 | 20.000 | 30.000 | 7.472 | 7.500 | 17.500 | 114.000 | 33.572 | 269.472 | 2,7% | 7,825% | 1,4% | 0,22% | 1,61% | 9,43% |
| 2014 | Almearres Boyca | 4 | 8.000.000 | AAA- | 1440 | 8,0% | 58.000 | 58.000 | 5.000 | 25.250 | 4.000 | 4.800 | 15.000 | 77.200 | 38.121 | 287.643 | 3,6% | 8,000% | 2,5% | 0,28% | 2,79% | 10,79% |
| 2014 | Enviases del Utoral | 8 | 7.000.000 | AA | 1800 | 8,0% | 20.000 | 80.000 | 10.000 | 25.250 | 5.000 | 4.800 | 15.000 | 91.200 | 30.958 | 281.948 | 3,2% | 8,000% | 2,2% | 0,27% | 2,44% | 10,44% |
| 2014 | Liris | 4 | 7.000.000 | AA | 2160 | 8,2% | 89.570 | 87.500 | 12.500 | 41.000 | 5.000 | 4.807 | 17.500 | 92.650 | 45.016 | 355.723 | 5,3% | 8,179% | 3,2% | 0,48% | 3,66% | 11,66% |
| 2014 | Equatoriana de Granos Ecuagran | 3 | 6.000.000 | AA+ | 1800 | 8,0% | 30.000 | 90.000 | 10.000 | 23.500 | 52.800 | 3.600 | 15.000 | 68.400 | 32.798 | 326.088 | 5,4% | 8,000% | 4,0% | 0,30% | 4,29% | 12,29% |
| 2014 | Avicola Fernandez | 3 | 4.000.000 | AAA | 1800 | 8,0% | 80.000 | 80.000 | 11.000 | 22.000 | 99.700 | 2.400 | 15.000 | 45.600 | 32.022 | 387.732 | 9,7% | 8,000% | 7,9% | 0,36% | 8,25% | 16,25% |
| 2014 | Muebles El Bosque | 1 | 7.000.000 | AA | 1800 | 7,3% | 18.500 | 31.500 | 10.000 | 27.000 | 2.000 | 3.500 | 15.000 | 79.800 | 24.716 | 212.016 | 3,0% | 7,250% | 1,6% | 0,29% | 1,87% | 9,12% |
| 2014 | Inabasca | 1 | 6.000.000 | AAA- | 1440 | 8,0% | 13.000 | 51.000 | 10.000 | 20.750 | 3.254 | 12.500 | 17.500 | 57.900 | 20.574 | 204.958 | 3,4% | 8,000% | 2,2% | 0,30% | 2,51% | 10,51% |
| 2014 | MOBILSOL | 3 | 6.000.000 | AAA | 2160 | 8,3% | 13.500 | 21.000 | 15.600 | 10.200 | 10.700 | 3.377 | 17.500 | 78.300 | 23.880 | 395.957 | 3,3% | 8,333% | 1,6% | 0,27% | 1,92% | 10,25% |
| 2014 | Petorca | 2 | 5.000.000 | AA+ | 1800 | 8,0% | 25.000 | 100.000 | 10.000 | 23.500 | 3.500 | 3.000 | 15.000 | 57.000 | 29.000 | 266.000 | 5,3% | 8,000% | 3,7% | 0,32% | 4,06% | 12,06% |
| 2014 | Detecorp | 1 | 6.000.000 | AA+ | 1800 | 8,4% | 18.000 | 60.000 | 5.000 | 2.500 | 2.800 | 2.400 | 15.000 | 68.400 | 18.716 | 244.016 | 2,8% | 8,375% | 1,1% | 0,25% | 1,38% | 9,26% |
| 2014 | Indubar | 2 | 5.000.000 | AA | 2160 | 8,0% | 30.000 | 90.000 | 12.000 | 4.670 | 3.000 | 3.000 | 17.500 | 65.700 | 29.982 | 291.983 | 5,2% | 8,000% | 3,2% | 0,32% | 3,56% | 11,56% |
| 2014 | Agrindustrias | 1 | 5.000.000 | AAA- | 1800 | 8,0% | 30.000 | 30.000 | 28.000 | 28.700 | 3.000 | 3.000 | 15.000 | 23.656 | 291.366 | 4,8% | 8,000% | 3,1% | 0,32% | 3,41% | 11,41% | |
| 2014 | Empaques Billo | 1 | 5.000.000 | AA | 1800 | 8,5% | 2.000 | 30.000 | 30.000 | 46.000 | 4.670 | 3.000 | 15.000 | 97.000 | 24.940 | 214.610 | 4,3% | 8,500% | 2,2% | 0,43% | 2,96% | 11,06% |
| 2014 | Tuberías del Pacifico | 1 | 5.000.000 | AA+ | 1800 | 8,0% | 5.000 | 75.000 | 10.000 | 21.500 | 4.000 | 3.000 | 15.000 | 23.420 | 215.620 | 4,3% | 8,000% | 2,7% | 0,32% | 3,06% | 11,06% | |
| 2014 | PIPERA DEL | 2 | 5.000.000 | AA | 1800 | 8,3% | 20.000 | 32.500 | 9.000 | 33.000 | 1.000 | 3.000 | 15.000 | 57.000 | 22.040 | 187.540 | 3,8% | 8,325% | 2,1% | 0,33% | 2,43% | 10,75% |
| 2014 | Melrose Champagne | 1 | 5.000.000 | AA | 1800 | 8,1% | 19.500 | 30.000 | 8.000 | 29.500 | 3.500 | 2.800 | 15.000 | 57.000 | 21.460 | 186.460 | 3,7% | 8,125% | 2,1% | 0,33% | 2,46% | 10,76% |
| 2014 | Almearres Granos | 3 | 4.000.000 | AA | 1800 | 8,0% | 21.500 | 30.000 | 8.000 | 29.500 | 3.500 | 2.800 | 15.000 | 57.000 | 21.460 | 186.460 | 3,7% | 8,125% | 2,1% | 0,33% | 2,46% | 10,76% |
| 2014 | Ses Guellos | 1 | 5.000.000 | AA | 1800 | 7,9% | 38.000 | 18.500 | 6.000 | 20.000 | 4.670 | 13.500 | 15.000 | 57.000 | 21.980 | 193.750 | 3,9% | 7,875% | 2,2% | 0,34% | 2,59% | 10,38% |
| 2014 | Caja Ganaderina | 1 | 5.000.000 | AA | 2880 | 8,6% | 20.500 | 5.000 | 9.000 | 8.500 | 3.500 | 2.000 | 22.500 | 82.250 | 10.944 | 175.190 | 3,5% | 8,200% | 1,4% | 0,36% | 1,68% | 10,32% |
| 2014 | Neuandor | 2 | 5.000.000 | AA | 1080 | 8,0% | 16.500 | 31.500 | 3.600 | 16.500 | 4.670 | 3.000 | 10.000 | 30.500 | 17.644 | 143.935 | 2,9% | 8,000% | 1,6% | 0,32% | 2,22% | 10,32% |
| 2014 | INBROEL | 1 | 5.000.000 | AA | 1440 | 8,5% | 7.000 | 0 | 9.000 | 32.500 | 4.670 | 3.000 | 12.500 | 48.250 | 16.463 | 133.583 | 2,7% | 8,500% | 1,1% | 0,40% | 1,48% | 9,98% |
| 2014 | Efemica | 1 | 5.000.000 | AA+ | 1440 | 7,5% | 25.000 | 20.000 | 12.000 | 33.000 | 2.110 | 3.000 | 12.500 | 48.250 | 19.467 | 175.347 | 3,5% | 7,500% | 1,9% | 0,38% | 2,33% | 9,83% |
| 2014 | Adriam | 3 | 4.500.000 | AA+ | 1440 | 8,4% | 24.500 | 20.200 | 4.500 | 9.000 | 5.705 | 2.250 | 12.500 | 43.425 | 19.295 | 141.923 | 3,2% | 8,388% | 2,0% | 0,38% | 2,29% | 10,68% |
| 2014 | Terrabeas | 5 | 4.000.000 | AA | 1800 | 8,0% | 13.000 | 50.000 | 8.000 | 18.750 | 3.736 | 2.400 | 15.000 | 45.600 | 20.788 | 178.074 | 4,5% | 8,000% | 2,7% | 0,35% | 3,04% | 11,04% |
| 2014 | Madvide | 3 | 4.000.000 | AA | 1440 | 8,0% | 21.500 | 30.000 | 8.000 | 29.500 | 3.500 | 2.000 | 12.500 | 19.944 | 18.924 | 166.944 | 4,2% | 8,000% | 2,5% | 0,42% | 2,91% | 10,91% |
| 2014 | Ferro Barre | 1 | 4.000.000 | AA- | 1440 | 8,0% | 21.000 | 30.000 | 8.000 | 24.500 | 3.500 | 1.600 | 12.500 | 38.600 | 162.624 | 4,1% | 8,000% | 2,5% | 0,39% | 2,91% | 10,91% | |
| 2014 | Dismatub | 1 | 4.000.000 | AAA- | 1440 | 8,0% | 19.000 | 26.000 | 2.000 | 13.000 | 3.736 | 2.000 | 12.500 | 18.820 | 138.648 | 3,5% | 8,000% | 2,3% | 0,39% | 2,61% | 10,61% | |
| 2014 | Equitran | 1 | 4.000.000 | AA | 1440 | 8,0% | 23.000 | 9.000 | 3.800 | 24.500 | 3.736 | 2.472 | 12.500 | 38.600 | 18.302 | 135.910 | 3,6% | 8,000% | 2,0% | 0,36% | 2,32% | 10,32% |
| 2014 | Energía@Alma | 2 | 4.000.000 | AA | 1800 | 8,3% | 15.000 | 4.000 | 3.000 | 3.500 | 3.500 | 5.600 | 15.000 | 45.600 | 13.456 | 114.136 | 2,8% | 8,344% | 1,7% | 0,39% | 1,62% | 9,97% |
| 2014 | Exofrut | 2 | 3.500.000 | AA | 2160 | 8,0% | 8.000 | 60.000 | 9.000 | 21.000 | 34.300 | 1.800 | 17.500 | 30.450 | 20.056 | 211.408 | 7,0% | 8,000% | 4,3% | 0,39% | 5,12% | 13,12% |
| 2014 | Elche | 9 | 3.000.000 | AAA | 1080 | 8,3% | 17.000 | 24.500 | 5.400 | 12.500 | 10.369 | 2.100 | 10.000 | 27.650 | 20.130 | 129.619 | 3,7% | 8,250% | 2,6% | 0,37% | 2,96% | 11,21% |
| 2014 | Life | 3 | 3.000.000 | AAA | 1080 | 8,8% | 22.500 | 52.500 | 9.600 | 21.200 | 5.500 | 1.800 | 17.500 | 30.450 | 21.078 | 191.128 | 6,4% | 8,000% | 4,1% | 0,39% | 4,45% | 12,45% |
| 2014 | Cofina | 2 | 3.000.000 | AA | 1800 | 8,8% | 20.000 | 18.000 | 6.500 | 27.000 | 3.500 | 1.500 | 15.000 | 34.200 | 16.639 | 141.839 | 4,7% | 8,750% | 2,6% | 0,42% | 3,06% | 11,81% |
| 2014 | Elvive | 3 | 2.500.000 | AA | 1800 | 8,0% | 37.500 | 37.500 | 8.000 | 17.800 | 25.500 | 3.500 | 15.000 | 32.250 | 19.256 | 194.306 | 7,8% | 8,000% | 5,5% | 0,45% | 5,97% | 13,97% |
| 2014 | Petrolinos | 1 | 2.500.000 | AA | 1800 | 8,6% | 26.000 | 7.500 | 3.500 | 17.000 | 3.500 | 1.200 | 15.000 | 34.200 | 13.820 | 111.720 | 3,7% | 8,625% | 4,2% | 0,31% | 2,48% | 11,10% |
| 2014 | Caja Ganaderina | 1 | 2.500.000 | AA | 1800 | 8,0% | 30.000 | 37.500 | 8.000 | 15.000 | 2.335 | 1.500 | 15.000 | 32.250 | 18.306 | 158.891 | 6,4% | 8,000% | 4,2% | 0,44% | 4,62% | 12,62% |
| 2014 | DEL MONTE | 3 | 2.500.000 | AA+ | 1800 | 8,0% | 56.250 | 0 | 11.000 | 18.750 | 2.335 | 1.500 | 15.000 | 17.766 | 154.851 | 6,2% | 8,000% | 3,8% | 0,46% | 4,25% | 12,25% | |
| 2014 | Quimpac | 2 | 2.500.000 | AA | 1800 | 8,0% | 12.500 | 37.500 | 8.000 | 18.750 | 2.335 | 1.500 | 15.000 | 32.250 | 16.656 | 144.491 | 5,8% | 8,000% | 3,5% | 0,46% | 3,93% | 11,93% |
| 2014 | Eurofert | 2 | 2.500.000 | AA | 1080 | 8,0% | 12.000 | 20.000 | 3.350 | 21.000 | 2.335 | 1.450 | 10.000 | 22.250 | 13.272 | 105.457 | 4,2% | 8,000% | 2,5% | 0,46% | 3,10% | 11,10% |
| 2014 | Factor Logros | 2 | 2.150.000 | AA+ | 1800 | 7,6% | 18.830 | 25.800 | 10.000 | 20.000 | 1.000 | 1.341 | 15.000 | 22.735 | 20.493 | 140.199 | 6,5% | 7,625% | 3,8% | 0,54% | 4,35% | 11 |

| EMISOR | NÚMERO DE EMISIÓN | MONTO | Calificación de Riesgo | Plazo | Tasa de Interés Promedio Ponderado | Estructuración de Valores | Honorarios Agente Colocador/Casa de Valores | Honorarios Representantes de Obligacionistas | Honorarios Calificadora de Riesgos | Costos Legales | Total Debe a/ve/Agente Pagador | TOTAL Registro Mercado de Valores | Bolsa de Valores | OTROS COSTOS | % de la Emisión | Costo Directo Total (Tasa de Interés Ponderada) (1) | % Costos Largo Plazo Real | % Costos Corto Plazo Real | Total Costos Indirectos (2) | TASA FINAL (1+2) |
|----------------------------|-------------------|------------|------------------------|-------|------------------------------------|---------------------------|---|--|------------------------------------|----------------|--------------------------------|-----------------------------------|------------------|--------------|-----------------|---|---------------------------|---------------------------|-----------------------------|------------------|
| Riponcity | 1 | 10,000,000 | AAA+ | 1800 | 8.5% | 34,000 | 15,000 | 30,000 | 8,000 | 8,000 | 4,000 | 15,000 | 99,000 | 24,840 | 21,780 | 8,500% | 1.2% | 0.21% | 1.36% | 9.86% |
| Enrich | 2 | 10,000,000 | AAA- | 2160 | 8.1% | 26,000 | 46,000 | 34,000 | 36,250 | 2,000 | 6,000 | 17,500 | 114,000 | 33,458 | 294,608 | 8,100% | 1.5% | 0.24% | 1.75% | 9.85% |
| Mesabito | 1 | 10,000,000 | AAA- | 1800 | 8.3% | 17,500 | 30,000 | 30,000 | 20,000 | 9,140 | 5,000 | 15,000 | 99,000 | 23,381 | 298,381 | 8,200% | 1.3% | 0.22% | 1.50% | 9.75% |
| Computar | 1 | 10,000,000 | AAA- | 1800 | 8.3% | 22,000 | 30,000 | 30,000 | 21,500 | 7,000 | 5,000 | 15,000 | 99,000 | 28,004 | 293,004 | 8,200% | 1.1% | 0.28% | 1.28% | 9.53% |
| Moderna Alimentos | 1 | 8,000,000 | AA | 1800 | 7.9% | 22,000 | 46,000 | 30,000 | 37,000 | 3,100 | 3,200 | 15,000 | 91,200 | 29,100 | 293,000 | 7,800% | 1.8% | 0.29% | 2.07% | 9.55% |
| Ferromundo | 1 | 8,000,000 | AA | 1800 | 8.0% | 30,000 | 32,000 | 32,000 | 27,400 | 7,400 | 4,800 | 15,000 | 91,200 | 27,881 | 282,333 | 8,000% | 1.7% | 0.27% | 1.93% | 9.55% |
| Sunesta | 3 | 7,000,000 | AAA- | 1800 | 7.9% | 18,200 | 38,000 | 19,500 | 32,800 | 48,700 | 3,800 | 15,000 | 91,200 | 27,881 | 282,333 | 7,900% | 1.8% | 0.28% | 1.93% | 9.55% |
| Sepami | 2 | 7,000,000 | AAA- | 1800 | 8.3% | 17,500 | 38,000 | 38,000 | 24,000 | 6,500 | 6,800 | 12,800 | 97,800 | 28,187 | 288,649 | 8,300% | 1.5% | 0.32% | 2.05% | 10.16% |
| Bohio | 2 | 5,000,000 | AA | 1800 | 8.3% | 17,500 | 100,000 | 13,500 | 18,600 | 3,500 | 2,100 | 12,800 | 57,800 | 18,617 | 183,663 | 8,300% | 1.5% | 0.32% | 2.05% | 10.16% |
| Banco Metro | 3 | 5,000,000 | AA | 1440 | 8.3% | 24,000 | 100,000 | 34,500 | 22,000 | 3,400 | 2,716 | 12,500 | 52,326 | 17,457 | 153,608 | 8,200% | 1.7% | 0.36% | 2.36% | 10.30% |
| Plásticos del Litoral | 3 | 5,000,000 | AA | 1440 | 8.0% | 25,000 | 100,000 | 8,000 | 20,500 | 30,000 | 3,000 | 12,500 | 48,250 | 20,302 | 276,552 | 8,000% | 4.3% | 0.32% | 4.58% | 12.58% |
| Inhabilitada | 3 | 6,000,000 | AA | 1800 | 8.0% | 15,000 | 60,000 | 10,000 | 19,250 | 250 | 3,600 | 12,500 | 57,900 | 24,650 | 203,150 | 8,100% | 3.4% | 0.31% | 2.46% | 10.46% |
| DIPOLCSA | 2 | 6,000,000 | AA | 1800 | 7.5% | 25,000 | 47,700 | 5,000 | 25,750 | 5,604 | 6,000 | 15,000 | 68,400 | 26,006 | 205,261 | 7,500% | 2.7% | 0.30% | 2.55% | 10.05% |
| Oceanfish | 1 | 5,000,000 | AA+ | 1800 | 8.3% | 23,000 | 35,000 | 8,000 | 6,000 | 6,000 | 2,400 | 15,000 | 68,400 | 18,756 | 161,956 | 8,300% | 2.7% | 0.25% | 1.67% | 10.00% |
| SIMED | 3 | 5,000,000 | AAA- | 1440 | 8.1% | 17,125 | 35,000 | 11,000 | 29,000 | 3,100 | 3,500 | 12,500 | 48,250 | 20,637 | 180,512 | 8,100% | 3.6% | 0.38% | 2.48% | 10.61% |
| Corpa | 3 | 5,000,000 | AAA | 1800 | 7.9% | 15,000 | 15,000 | 5,435 | 22,000 | 29,000 | 2,000 | 15,000 | 57,000 | 18,824 | 179,259 | 7,800% | 2.1% | 0.30% | 2.37% | 10.25% |
| Mundy Home | 1 | 4,000,000 | AA | 1440 | 8.5% | 30,000 | 8,400 | 8,000 | 6,000 | 36,212 | 6,680 | 12,500 | 38,600 | 15,724 | 155,824 | 8,500% | 2.6% | 0.24% | 2.94% | 11.44% |
| Dipac Manita S.A | 3 | 4,000,000 | AAA | 1440 | 8.0% | 6,000 | 0 | 6,000 | 24,500 | 36,212 | 6,680 | 12,500 | 38,600 | 12,333 | 142,825 | 8,000% | 2.0% | 0.40% | 2.36% | 10.36% |
| Antes Graficas | 2 | 4,000,000 | AA | 1800 | 8.1% | 9,150 | 0 | 10,000 | 28,000 | 9,000 | 2,471 | 15,000 | 45,600 | 14,586 | 133,807 | 8,100% | 3.3% | 0.38% | 1.82% | 9.95% |
| Biofactor | 1 | 3,500,000 | AA | 1800 | 8.5% | 35,000 | 8,750 | 1,344 | 13,500 | 3,169 | 2,135 | 15,000 | 39,800 | 19,514 | 138,412 | 4,0% | 8,500% | 2.5% | 0.38% | 11.32% |
| Unifer | 1 | 3,000,000 | AA | 1440 | 8.5% | 20,000 | 20,000 | 3,500 | 22,000 | 33,302 | 2,000 | 12,500 | 28,950 | 15,025 | 157,278 | 8,500% | 0.41% | 0.43% | 4.03% | 12.53% |
| Construdipno | 1 | 3,000,000 | AAA | 1800 | 8.0% | 75,000 | 0 | 11,000 | 18,750 | 2,802 | 1,800 | 15,000 | 34,200 | 20,605 | 179,158 | 8,000% | 3.9% | 0.41% | 4.31% | 12.31% |
| Supraljet | 1 | 3,200,000 | AAA+ | 1440 | 8.9% | 22,000 | 6,400 | 6,000 | 7,500 | 7,500 | 1,280 | 12,500 | 30,880 | 12,890 | 105,950 | 8,900% | 2.0% | 0.33% | 2.31% | 11.25% |
| Alimentsa | 3 | 3,000,000 | AAA- | 1440 | 8.5% | 33,596 | 16,800 | 1,344 | 12,500 | 2,802 | 4,140 | 12,500 | 28,950 | 17,399 | 130,032 | 8,500% | 3.0% | 0.33% | 3.33% | 11.83% |
| Metrac | 1 | 3,000,000 | AAA- | 1800 | 8.0% | 30,000 | 30,000 | 11,000 | 18,750 | 2,802 | 1,800 | 15,000 | 34,200 | 18,805 | 162,358 | 8,000% | 3.3% | 0.41% | 3.75% | 11.75% |
| Autolisa | 5 | 3,000,000 | AAA+ | 1080 | 7.9% | 12,000 | 35,000 | 8,500 | 18,000 | 13,000 | 1,913 | 10,000 | 23,700 | 14,050 | 136,163 | 4,5% | 7,938% | 3.1% | 0.49% | 3.57% |
| INCABLE | 1 | 3,000,000 | AAA+ | 1080 | 8.1% | 12,000 | 27,300 | 4,200 | 15,000 | 700 | 1,830 | 10,000 | 23,700 | 11,928 | 106,658 | 8,100% | 2.4% | 0.39% | 2.78% | 10.90% |
| Firmesa | 2 | 3,000,000 | AAA- | 1080 | 8.5% | 22,000 | 6,000 | 5,000 | 8,000 | 5,000 | 1,800 | 10,000 | 23,700 | 11,108 | 92,008 | 8,500% | 2.0% | 0.37% | 2.32% | 10.82% |
| Equilimo | 1 | 3,000,000 | AAA- | 720 | 8.0% | 18,000 | 3,000 | 3,000 | 9,000 | 7,000 | 1,800 | 7,500 | 38,450 | 9,745 | 77,495 | 7,500% | 1.8% | 0.41% | 2.82% | 10.32% |
| Impezanul | 1 | 2,500,000 | AAA+ | 720 | 7.3% | 21,000 | 22,500 | 11,834 | 12,250 | 12,250 | 1,500 | 7,500 | 17,250 | 11,834 | 111,834 | 4,5% | 7,500% | 3.4% | 0.46% | 11.16% |
| Autofinex | 1 | 2,700,000 | AA | 1080 | 7.8% | 14,000 | 9,450 | 3,800 | 17,700 | 3,500 | 1,350 | 10,000 | 24,680 | 11,513 | 95,343 | 7,500% | 2.1% | 0.35% | 2.97% | 10.32% |
| Articulos de Aclero | 2 | 2,500,000 | AA | 1080 | 7.5% | 11,500 | 6,250 | 4,000 | 18,650 | 2,335 | 1,538 | 10,000 | 22,250 | 15,428 | 92,951 | 7,500% | 2.2% | 0.32% | 2.88% | 10.38% |
| Dhpa | 1 | 2,000,000 | AAA- | 1440 | 8.3% | 10,000 | 36,000 | 6,000 | 9,000 | 7,000 | 2,100 | 12,500 | 21,800 | 11,529 | 98,629 | 4,9% | 8,200% | 3.0% | 0.79% | 11.76% |
| PROVERJUT | 2 | 2,000,000 | AAA- | 1440 | 8.3% | 12,000 | 15,000 | 10,000 | 9,100 | 1,888 | 2,326 | 12,500 | 21,800 | 11,529 | 98,629 | 4,9% | 8,200% | 3.0% | 0.79% | 11.76% |
| Oficina los Andes | 3 | 2,000,000 | AA | 1440 | 8.0% | 10,000 | 1,000 | 6,000 | 15,000 | 2,000 | 1,200 | 12,500 | 21,800 | 11,529 | 98,629 | 4,9% | 8,200% | 3.0% | 0.79% | 11.76% |
| Industria Unidas | 2 | 1,500,000 | AA | 1800 | 8.5% | 10,000 | 1,500 | 6,000 | 15,000 | 2,000 | 1,200 | 12,500 | 21,800 | 11,529 | 98,629 | 4,9% | 8,200% | 3.0% | 0.79% | 11.76% |
| Omniq | 1 | 1,500,000 | AA | 1800 | 8.5% | 10,000 | 1,500 | 6,000 | 15,000 | 2,000 | 1,200 | 12,500 | 21,800 | 11,529 | 98,629 | 4,9% | 8,200% | 3.0% | 0.79% | 11.76% |
| Danigma | 2 | 1,500,000 | AA | 1800 | 8.5% | 10,000 | 1,500 | 6,000 | 15,000 | 2,000 | 1,200 | 12,500 | 21,800 | 11,529 | 98,629 | 4,9% | 8,200% | 3.0% | 0.79% | 11.76% |
| Labice | 1 | 1,500,000 | AA- | 1440 | 8.0% | 12,500 | 3,750 | 5,000 | 8,500 | 6,000 | 1,500 | 15,000 | 15,350 | 9,150 | 72,450 | 8,000% | 3.2% | 0.26% | 3.01% | 12.30% |
| labisa | 3 | 1,000,000 | AAA | 1440 | 8.5% | 10,000 | 6,000 | 3,500 | 22,000 | 3,085 | 1,053 | 12,500 | 16,350 | 10,647 | 92,645 | 8,200% | 3.5% | 0.66% | 4.09% | 12.19% |
| EL ROSADO | 6 | 20,000,000 | AAA | 1440 | 8.5% | 20,000 | 120,000 | 6,400 | 17,500 | 400 | 613 | 12,500 | 10,900 | 9,470 | 87,788 | 8,500% | 4.6% | 0.91% | 5.55% | 14.05% |
| Ta | 3 | 15,000,000 | AAA+ | 1800 | 8.1% | 6,500 | 12,500 | 10,000 | 18,000 | 18,680 | 6,000 | 12,500 | 118,000 | 45,102 | 376,382 | 1,9% | 8,125% | 1.3% | 0.14% | 9.96% |
| Superpente | 3 | 15,000,000 | AAA+ | 1260 | 8.1% | 6,500 | 12,500 | 10,000 | 18,000 | 18,680 | 6,000 | 12,500 | 118,000 | 45,102 | 376,382 | 1,9% | 8,125% | 1.3% | 0.14% | 9.96% |
| DIFARE | 6 | 15,000,000 | AAA- | 1080 | 9.1% | 10,000 | 40,500 | 6,000 | 13,500 | 25,200 | 6,000 | 11,250 | 114,750 | 36,176 | 311,376 | 2,2% | 8,500% | 1.5% | 0.19% | 10.22% |
| Surabalep | 1 | 15,000,000 | AAA- | 1440 | 8.8% | 30,000 | 25,000 | 8,000 | 22,208 | 6,000 | 6,000 | 12,500 | 126,000 | 28,500 | 266,208 | 1,8% | 8,750% | 1.0% | 0.19% | 9.96% |
| SERTEPET | 1 | 14,000,000 | AAA- | 1080 | 8.4% | 52,500 | 40,000 | 16,000 | 8,000 | 8,000 | 7,100 | 10,000 | 96,600 | 34,524 | 281,724 | 2,4% | 8,750% | 1.3% | 0.22% | 9.94% |
| Trojama | 5 | 12,000,000 | AA | 1080 | 8.3% | 25,000 | 90,000 | 7,500 | 23,000 | 7,780 | 7,200 | 10,000 | 82,800 | 31,930 | 285,210 | 2,4% | 8,200% | 1,7% | 0.24% | 10.15% |
| INTALCO | 2 | 8,000,000 | AAA- | 1800 | 9.4% | 56,000 | 80,000 | 11,500 | 16,600 | 3,000 | 4,800 | 15,000 | 91,200 | 34,732 | 312,832 | 3,9% | 9,406% | 4,0% | 2,88% | 22,29% |
| Envases del Litoral | 10 | 8,000,000 | AAA+ | 1440 | 8.0% | 15,000 | 160,000 | 10,000 | 19,250 | 250 | 3,600 | 12,500 | 57,900 | 36,650 | 315,150 | 5,3% | 8,000% | 2,6% | 4,32% | 12,32% |
| FADESA | 1 | 8,000,000 | AAA | 1080 | 7.1% | 49,026 | 30,000 | 4,000 | 4,500 | 7,472 | 7,200 | 10,000 | 63,200 | 21,608 | 197,006 | 2,5% | 7,125% | 1,8% | 0.24% | 9.12% |
| PROCARSA | 4 | 7,000,000 | AA | 1080 | 8.3% | 16,000 | 56,000 | 7,500 | 14,000 | 7,000 | 3,500 | 10,000 | 55,300 | 20,932 | 190,332 | 2,7% | 8,279% | 1,8% | 0.30% | 10,40% |
| CORPORACION JARRIN HERRERA | 1 | 7,000,000 | AA | 720 | 8.3% | 42,898 | 23,800 | 4,200 | 18,900 | 6,338 | 4,200 | 7,500 | 43,050 | 21,266 | 172,352 | 2,5% | 8,250% | 1,8% | 0.33% | 10,38% |
| J | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

| AÑO | EMISOR | NÚMERO DE EMISIÓN | MONTO | Calificación de Riesgo | Plazo | Tasa de Interés Promedio Ponderado | Estructuración Casa de Valores | Honorarios Agente Colocador/Casa de Valores | Honorarios Representantes de Obligacionistas | Honorarios Calificadora de Riesgos | Costos Legales | Total Decevalde/Agente Pagador | TOTAL Registro Mercado de Valores | Bolsa de Valores | OTROS COSTOS | TOTAL COSTO | % de la Emisión | Costo Directo Total (Tasade Interés Ponderada) (1) | % Costos Largo Plazo Real | % Costos Corto Plazo Real | Total Costos Indirectos (2) | TASA FINAL (1+2) | |
|------|---|-------------------|------------|------------------------|-------|------------------------------------|--------------------------------|---|--|------------------------------------|----------------|--------------------------------|-----------------------------------|------------------|--------------|-------------|-----------------|--|---------------------------|---------------------------|-----------------------------|------------------|--------|
| 2017 | Teojama | 7 | 20,000,000 | AA | 1440 | 7.5% | 20,000 | 130,000 | 10,000 | 30,791 | 10,000 | 10,000 | 12,500 | 118,000 | 41,324 | 405,615 | 2.0% | 7,500% | 1.4% | 1.57% | 1,57% | 9.07% | |
| 2017 | Superdeporte | 4 | 16,000,000 | AA+ | 1800 | 9.6% | 25,000 | 99,500 | 10,000 | 9,500 | 9,000 | 10,000 | 15,000 | 158,400 | 40,900 | 368,400 | 2.3% | 9,578% | 1.4% | 1.56% | 1,56% | 11.13% | |
| 2017 | TIA | 7 | 17,500,000 | AAA- | 1800 | 8.1% | 20,000 | 0 | 10,000 | 10,000 | 8,000 | 12,877 | 17,500 | 138,000 | 27,850 | 253,387 | 1.3% | 8,125% | 0.6% | 0.71% | 0,71% | 8.83% | |
| 2017 | Industrias Ales | 8 | 21,500,000 | AAA- | 3600 | 8.6% | 87,500 | 0 | 15,000 | 39,250 | 8,500 | 11,877 | 27,500 | 304,500 | 59,480 | 553,607 | 3.2% | 8,625% | 1.3% | 1.46% | 1,46% | 10.09% | |
| 2017 | LA FABRIL | 5 | 16,000,000 | AA | 1800 | 9.2% | 25,000 | 96,000 | 8,000 | 8,000 | 13,680 | 10,000 | 15,000 | 158,400 | 47,903 | 380,903 | 2.8% | 9,219% | 1.5% | 1.64% | 1,64% | 10.86% | |
| 2017 | CORPORACIÓN JARRIN HERRERA | 6 | 20,000,000 | AAA | 1800 | 7.4% | 30,000 | 80,000 | 15,000 | 23,300 | 38,600 | 12,000 | 15,000 | 138,000 | 42,422 | 374,602 | 1.1% | 7,375% | 1.1% | 1.29% | 1,29% | 8.67% | |
| 2017 | Automotores y Anexos Avesa | 2 | 15,000,000 | AAA- | 1800 | 8.3% | 30,000 | 27,500 | 7,500 | 38,000 | 14,010 | 9,000 | 15,000 | 148,500 | 34,673 | 324,183 | 2.2% | 8,250% | 1.1% | 1.32% | 1,32% | 9.57% | |
| 2017 | Edesa | 3 | 15,000,000 | AA | 1440 | 8.0% | 12,000 | 30,000 | 3,450 | 12,000 | 7,500 | 9,000 | 12,500 | 126,000 | 33,330 | 245,840 | 1.6% | 8,017% | 0.9% | 1.08% | 1,08% | 9.09% | |
| 2017 | Envases del Litoral PLASTICOS DEL LITORAL | 12 | 10,000,000 | AAA | 1080 | 8.1% | 24,000 | 22,800 | 4,800 | 21,500 | 8,000 | 4,800 | 10,000 | 82,800 | 21,804 | 189,504 | 1.6% | 8,083% | 1.0% | 1.17% | 1,17% | 9.26% | |
| 2017 | Pronobis | 15 | 10,000,000 | AA+ | 1800 | 8.0% | 25,000 | 100,000 | 12,500 | 24,250 | 400 | 6,000 | 6,000 | 15,000 | 99,000 | 39,242 | 321,392 | 3.2% | 8,000% | 2.1% | 2.29% | 2,29% | 10.29% |
| 2017 | De Pratti | 1 | 10,000,000 | AAA | 1800 | 7.9% | 15,000 | 50,000 | 12,500 | 23,000 | 5,000 | 6,000 | 6,000 | 15,000 | 99,000 | 29,740 | 255,240 | 2.6% | 7,875% | 1.4% | 1.69% | 1,69% | 9.50% |
| 2017 | Ferrnundo | 3 | 8,000,000 | AA+ | 2520 | 8.6% | 30,000 | 30,000 | 10,000 | 22,000 | 8,000 | 6,000 | 6,000 | 12,500 | 84,000 | 25,060 | 211,560 | 2.1% | 7,125% | 1.2% | 0.24% | 0,24% | 8.53% |
| 2017 | Ilesa | 1 | 8,000,000 | AA+ | 1440 | 8.3% | 20,000 | 60,000 | 10,000 | 27,500 | 7,800 | 4,800 | 4,800 | 20,000 | 119,200 | 33,104 | 291,104 | 3.6% | 8,625% | 1.8% | 0.27% | 0,27% | 10.65% |
| 2017 | Envases del Litoral PLASTICOS DEL LITORAL | 11 | 8,000,000 | AA+ | 1800 | 8.0% | 20,000 | 80,000 | 12,500 | 24,250 | 250 | 4,800 | 4,800 | 15,000 | 91,200 | 34,067 | 282,067 | 3.5% | 8,000% | 2.1% | 0.28% | 0,28% | 10.42% |
| 2017 | Eisa | 14 | 8,000,000 | AA+ | 1800 | 8.0% | 20,000 | 80,000 | 12,500 | 24,250 | 250 | 4,800 | 4,800 | 15,000 | 91,200 | 34,067 | 282,067 | 3.5% | 8,000% | 2.1% | 0.28% | 0,28% | 10.42% |
| 2017 | Enatopiana de Mearcauto | 4 | 7,000,000 | AA | 1800 | 9.1% | 32,500 | 67,500 | 10,000 | 8,000 | 9,000 | 4,200 | 4,200 | 15,000 | 79,800 | 28,828 | 254,828 | 3.6% | 9,071% | 2.4% | 0.26% | 0,26% | 11.69% |
| 2017 | PROCARSA | 3 | 7,000,000 | AA- | 1440 | 8.1% | 13,650 | 20,000 | 7,200 | 9,750 | 8,500 | 3,000 | 3,000 | 12,500 | 67,500 | 22,643 | 175,443 | 2.7% | 8,125% | 1.2% | 0.25% | 0,25% | 9.57% |
| 2017 | Trojama | 6 | 7,000,000 | AA | 1440 | 8.4% | 25,000 | 45,000 | 10,000 | 18,500 | 7,000 | 4,500 | 4,500 | 12,500 | 67,500 | 26,422 | 241,472 | 3.4% | 8,114% | 2.3% | 0.29% | 0,29% | 10.68% |
| 2017 | Inotec | 10 | 6,000,000 | AA | 1800 | 10.0% | 24,000 | 15,000 | 11,750 | 33,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 12,500 | 67,500 | 26,000 | 227,511 | 3.3% | 8,411% | 1.9% | 0.33% | 0,33% | 10.57% |
| 2017 | Finemint S.A. | 3 | 5,000,000 | AAA- | 1800 | 8.0% | 60,000 | 60,000 | 12,500 | 25,000 | 5,604 | 3,600 | 3,600 | 15,000 | 68,000 | 20,140 | 173,859 | 2.9% | 10,000% | 1.5% | 1.80% | 1,80% | 11.80% |
| 2017 | Universal Sweet INCORPORATED | 3 | 5,000,000 | AAA- | 1800 | 7.9% | 16,800 | 36,000 | 14,000 | 20,600 | 500 | 3,000 | 3,000 | 20,000 | 74,500 | 32,404 | 280,004 | 5.6% | 8,000% | 3.4% | 0.31% | 0,31% | 11.74% |
| 2017 | INCORPORATED FUDICIANI | 3 | 4,000,000 | AA+ | 1440 | 8.5% | 10,000 | 30,000 | 10,000 | 18,200 | 7,304 | 2,100 | 2,100 | 15,000 | 57,600 | 20,120 | 169,620 | 3.6% | 7,875% | 1.8% | 0.32% | 0,32% | 10.96% |
| 2017 | Aires Graficas Sefielder | 3 | 4,000,000 | AA | 1800 | 8.1% | 30,000 | 40,000 | 6,000 | 24,000 | 20,000 | 2,400 | 2,400 | 15,000 | 45,600 | 16,948 | 169,148 | 4.2% | 8,125% | 2.5% | 0.35% | 0,35% | 10.97% |
| 2017 | Moderna Alimento | 2 | 3,000,000 | AAA- | 1080 | 4.3% | 19,000 | 35,000 | 7,500 | 16,500 | 4,500 | 4,500 | 4,500 | 12,500 | 38,600 | 18,859 | 158,359 | 4.0% | 8,125% | 2.5% | 0.38% | 0,38% | 10.95% |
| 2017 | Avicola Fernandez | 4 | 3,000,000 | AAA | 1440 | 8.0% | 8,500 | 60,000 | 8,000 | 20,250 | 98,800 | 1,800 | 1,800 | 12,500 | 38,950 | 18,847 | 217,647 | 7.3% | 8,000% | 5.5% | 0.43% | 0,43% | 13.97% |
| 2017 | Almeares Boyaca | 5 | 4,000,000 | AA+ | 1440 | 8.0% | 14,000 | 22,000 | 6,000 | 22,500 | 7,668 | 2,468 | 2,468 | 12,500 | 38,600 | 16,330 | 134,466 | 3.4% | 8,000% | 1.9% | 0.37% | 0,37% | 10.26% |
| 2017 | DIJAC MANTA S.A | 4 | 4,000,000 | AAA | 1440 | 8.0% | 21,700 | 6,000 | 10,000 | 16,000 | 7,617 | 1,617 | 1,617 | 12,500 | 38,600 | 14,290 | 129,175 | 3.2% | 8,000% | 1.8% | 0.37% | 0,37% | 10.13% |
| 2017 | SIERRA | 5 | 4,000,000 | AA+ | 1440 | 7.8% | 12,500 | 20,000 | 5,600 | 15,500 | 9,500 | 2,000 | 2,000 | 12,500 | 16,098 | 132,298 | 3.3% | 7,750% | 2.0% | 0.33% | 0,33% | 10.05% | |
| 2017 | Predica | 1 | 2,800,000 | AAA | 1800 | 8.0% | 56,000 | 56,000 | 11,000 | 13,800 | 2,615 | 1,680 | 1,680 | 15,000 | 36,120 | 24,552 | 216,857 | 7.7% | 8,000% | 5.6% | 0.43% | 0,43% | 14.03% |
| 2017 | NERAGRO | 3 | 2,000,000 | AA+ | 1440 | 8.0% | 30,000 | 40,000 | 7,000 | 15,000 | 9,988 | 1,200 | 1,200 | 12,500 | 21,800 | 16,577 | 240,065 | 12.0% | 8,000% | 9.9% | 0.54% | 0,54% | 10.40% |
| 2017 | Petrolios | 2 | 3,100,000 | AA | 1800 | 9.3% | 5,000 | 14,600 | 8,000 | 8,000 | 8,000 | 1,860 | 1,860 | 15,000 | 35,540 | 13,176 | 108,976 | 3.5% | 9,306% | 1.8% | 0.34% | 0,34% | 11.46% |
| 2017 | ATARTICULOS DE ACERO | 3 | 3,000,000 | AA | 1260 | 8.5% | 16,800 | 30,000 | 3,500 | 6,000 | 6,000 | 1,859 | 1,859 | 11,250 | 26,225 | 13,660 | 114,394 | 3.8% | 8,500% | 2.7% | 0.33% | 0,33% | 11.50% |
| 2017 | Ferro torre | 3 | 3,000,000 | AA | 1080 | 8.3% | 25,000 | 24,000 | 6,500 | 12,500 | 3,000 | 1,800 | 1,800 | 10,000 | 23,700 | 13,080 | 119,580 | 4.0% | 8,333% | 2.7% | 0.42% | 0,42% | 11.47% |
| 2017 | Adilia | 2 | 2,500,000 | AAA- | 2160 | 8.0% | 25,000 | 50,000 | 9,000 | 11,600 | 5,000 | 1,500 | 1,500 | 17,500 | 19,628 | 171,978 | 6.9% | 8,000% | 4.5% | 0.40% | 0,40% | 12.86% | |
| 2017 | BASISURCORP | 4 | 2,500,000 | AA | 1440 | 8.0% | 58,380 | 12,500 | 8,000 | 18,250 | 2,335 | 1,500 | 1,500 | 12,500 | 17,242 | 149,957 | 6.0% | 8,000% | 4.0% | 0.50% | 0,50% | 12.50% | |
| 2017 | Humanitas | 1 | 2,500,000 | AA+ | 1440 | 8.0% | 40,000 | 40,000 | 7,500 | 15,300 | 4,000 | 1,200 | 1,200 | 12,500 | 17,721 | 156,421 | 7.8% | 8,000% | 5.6% | 0.55% | 0,55% | 14.16% | |
| 2017 | Tuberías del Pacifico | 2 | 2,500,000 | AA+ | 1800 | 8.0% | 2,500 | 37,900 | 10,000 | 14,000 | 250 | 1,200 | 1,200 | 14,900 | 32,250 | 128,354 | 5.1% | 8,000% | 2.8% | 0.46% | 0,46% | 11.30% | |
| 2017 | South Ecuadorian | 1 | 2,000,000 | AAA- | 1800 | 8.0% | 40,000 | 40,000 | 7,500 | 13,300 | 400 | 1,200 | 1,200 | 15,000 | 18,333 | 162,133 | 8.1% | 8,000% | 5.6% | 0.50% | 0,50% | 14.11% | |
| 2017 | Rinomax | 1 | 2,000,000 | AA+ | 1440 | 8.0% | 40,000 | 30,000 | 6,000 | 16,500 | 400 | 1,200 | 1,200 | 12,500 | 16,485 | 144,885 | 7.2% | 8,000% | 5.1% | 0.53% | 0,53% | 13.65% | |
| 2017 | Construcciones Adilmaq | 4 | 2,500,000 | AA+ | 1080 | 8.1% | 11,250 | 10,000 | 3,500 | 17,500 | 2,335 | 1,500 | 1,500 | 10,000 | 9,482 | 92,817 | 3.7% | 8,100% | 2.0% | 0.57% | 0,57% | 10.68% | |
| 2017 | Centurusa | 3 | 2,000,000 | AA | 1800 | 8.0% | 17,000 | 40,000 | 18,500 | 18,500 | 1,868 | 1,200 | 1,200 | 15,000 | 25,800 | 16,277 | 143,145 | 7.2% | 8,000% | 4.6% | 0.52% | 0,52% | 13.07% |
| 2017 | SUNCHOESA | 2 | 2,000,000 | AA+ | 1800 | 8.0% | 10,000 | 10,000 | 7,500 | 15,300 | 1,688 | 1,200 | 1,200 | 15,000 | 14,453 | 126,121 | 6.3% | 8,000% | 3.8% | 0.50% | 0,50% | 12.30% | |
| 2017 | FIGURETTI | 3 | 2,000,000 | AA | 1440 | 8.0% | 10,000 | 20,000 | 3,000 | 19,000 | 3,000 | 2,352 | 2,352 | 12,500 | 12,532 | 107,990 | 5.4% | 8,000% | 3.1% | 0.58% | 0,58% | 11.67% | |
| 2017 | Alimec | 2 | 2,000,000 | AA | 1080 | 7.5% | 21,000 | 16,000 | 7,500 | 14,000 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 10,000 | 11,632 | 103,632 | 5.2% | 7,500% | 3.4% | 0.60% | 0,60% | 11.74% | |
| 2017 | Corsair | 4 | 1,500,000 | AA+ | 1080 | 7.8% | 10,000 | 30,000 | 1,500 | 12,000 | 1,400 | 900 | 900 | 10,000 | 8,803 | 86,828 | 7.3% | 7,600% | 2.9% | 0.47% | 0,47% | 11.17% | |
| 2017 | AMONRA | 2 | 1,500,000 | AA | 1440 | 8.0% | 15,000 | 30,000 | 6,000 | 15,500 | 1,401 | 900 | 900 | 12,500 | 16,350 | 110,159 | 7.3% | 8,000% | 4.8% | 0.64% | 0,64% | 13.44% | |
| 2017 | Hydriac | 3 | 1,500,000 | AA+ | 1080 | 8.0% | 15,000 | 30,000 | 4,500 | 7,000 | 1,401 | 900 | 900 | | | | | | | | | | |

Anexo I: Base de Datos Costos Directos e Indirectos Papel Comercial (2013-2017), Mercado de Valores

| AÑO | PAISOR | Número de Emisión | MONTO DE LA EMISIÓN | Tasa de Interés Promedio Ponderado | Calificación de Riesgo | Estructuración Casa de Valores | Honorarios Calificadores de Riesgos | Costos Legales | TOTAL DECEVALE | TOTAL RNV | Bolsa de Valores | OTROS COSTOS | TOTAL COSTO | % Monto de la Emisión | Tasa de Interés Promedio Ponderado | %Corto Plazo Real | %Largo Plazo Real | Total Costo Indirecto Verdadero (2) | TASA FINAL (1+2) |
|------|--------------------------|-------------------|---------------------|------------------------------------|------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|----------------|----------------|-----------|------------------|--------------|-------------|-----------------------|------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------------------------|------------------|
| 2015 | FARCOMED | 1 | 20.000.000 | 6,36% | AA | 50.000 | 12.750 | 917 | 10.256 | 5.000 | 58.000 | 1.500 | 197.134 | 1,0% | 6,36% | 0,83% | 0,08% | 0,91% | 7,34% |
| 2015 | AZUCARRERA VALDEZ | 2 | 10.000.000 | 6,23% | AAA | 5.000 | 6.400 | 459 | 6.000 | 5.000 | 38.000 | 2.000 | 96.322 | 1,0% | 6,23% | 0,79% | 0,08% | 0,86% | 7,19% |
| 2015 | QUIFATEX | 1 | 10.000.000 | 6,00% | AA+ | 15.000 | 12.750 | 459 | 6.000 | 5.000 | 38.000 | 1.500 | 103.674 | 1,0% | 6,00% | 0,80% | 0,12% | 0,92% | 7,04% |
| 2015 | LA FABRIL | 6 | 15.000.000 | 5,81% | AAA | 9.400 | 16.500 | 688 | 9.000 | 5.000 | 58.000 | 2.500 | 166.399 | 1,1% | 5,81% | 0,91% | 0,10% | 1,01% | 6,92% |
| 2015 | PROMESA | 2 | 10.000.000 | 5,67% | AA | 12.000 | 16.500 | 50 | 8.128 | 5.000 | 38.000 | 500 | 106.349 | 1,1% | 5,67% | 0,80% | 0,13% | 0,93% | 6,73% |
| 2015 | ZAIMELLA | 3 | 2.000.000 | 4,97% | AAA | 40.000 | 3.000 | 68 | 59.724 | 4.000 | 17.000 | 500 | 59.724 | 3,0% | 4,97% | 1,22% | 0,14% | 1,36% | 7,96% |
| 2015 | OTECAL | 3 | 1.000.000 | 5,84% | AAA | 40.000 | 13.000 | 3.000 | 30.640 | 5.000 | 95.000 | 1.500 | 237.697 | 23,8% | 5,84% | 0,39% | 0,04% | 0,43% | 29,61% |
| 2015 | DEVICORP | 2 | 4.400.000 | 4,75% | AA+ | 17.000 | 7.500 | 500 | 13.576 | 5.000 | 49.500 | 2.955 | 137.176 | 1,6% | 4,75% | 1,30% | 0,16% | 1,46% | 6,37% |
| 2015 | NOVACERO | 5 | 5.000.000 | 4,86% | AA+ | 15.000 | 19.000 | 0 | 10.692 | 5.000 | 58.500 | 500 | 153.029 | 3,1% | 4,86% | 0,78% | 0,12% | 0,90% | 7,92% |
| 2015 | CONTINENTAL TIRE | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2015 | ANDINA | 1 | 10.000.000 | 4,68% | AAA | 13.000 | 9.000 | 917 | 12.256 | 5.000 | 58.000 | 2.500 | 157.754 | 1,6% | 4,68% | 0,64% | 0,08% | 0,71% | 6,26% |
| 2016 | BASESURCORP | 1 | 2.000.000 | 8,71% | AA+ | 117.000 | 11.750 | 92 | 1.200 | 2.000 | 9.800 | 1.334 | 195.357 | 9,8% | 8,71% | 9,29% | 0,24% | 9,53% | 18,47% |
| 2016 | INDUSTRIAS CATEDRAL | 3 | 1.200.000 | 9,69% | AA+ | 10.000 | 6.000 | 69 | 900 | 1.500 | 7.350 | 2.500 | 58.117 | 4,9% | 9,69% | 3,47% | 0,21% | 3,68% | 14,54% |
| 2016 | DEL MONTE | 1 | 1.500.000 | 8,57% | AA+ | 12.000 | 26.000 | 2.500 | 900 | 1.500 | 7.350 | 1.000 | 72.901 | 4,9% | 8,57% | 3,95% | 0,46% | 4,40% | 13,43% |
| 2016 | AUTOLASA | 2 | 1.500.000 | 8,61% | AA | 8.000 | 10.000 | 1.200 | 1.369 | 3.000 | 7.350 | 500 | 68.746 | 4,6% | 8,61% | 3,98% | 0,30% | 4,28% | 13,19% |
| 2016 | CATERPREMER | 3 | 2.000.000 | 8,31% | AA+ | 20.000 | 12.000 | 92 | 1.426 | 1.600 | 9.800 | 2.000 | 74.547 | 3,7% | 8,31% | 3,24% | 0,24% | 3,48% | 12,03% |
| 2016 | FUROJANI | 2 | 3.000.000 | 8,34% | AA+ | 12.500 | 10.000 | 130 | 2.738 | 2.340 | 13.200 | 500 | 107.577 | 3,6% | 8,34% | 3,22% | 0,18% | 3,40% | 11,93% |
| 2016 | PLASTICOS DEL TITRAL | 1 | 5.000.000 | 8,85% | AA+ | 12.500 | 12.250 | 300 | 4.064 | 5.000 | 20.000 | 3.335 | 120.583 | 2,4% | 8,85% | 2,06% | 0,18% | 2,24% | 11,26% |
| 2016 | ENVASES DEL TITRAL | 1 | 5.000.000 | 8,76% | AA+ | 12.500 | 12.250 | 300 | 4.064 | 5.000 | 20.000 | 3.335 | 120.583 | 2,4% | 8,76% | 2,06% | 0,18% | 2,24% | 11,17% |
| 2016 | MIDDEPORTES | 1 | 2.000.000 | 7,63% | AAA- | 21.000 | 10.000 | 92 | 1.426 | 1.600 | 9.800 | 2.000 | 67.417 | 3,4% | 7,63% | 2,92% | 0,22% | 3,15% | 11,00% |
| 2016 | TELONET | 1 | 6.000.000 | 7,74% | AAA- | 12.500 | 12.100 | 250 | 4.064 | 5.000 | 20.000 | 3.335 | 145.359 | 2,9% | 7,74% | 2,56% | 0,14% | 2,78% | 10,64% |
| 2016 | SIMED | 1 | 5.000.000 | 8,55% | AA+ | 12.000 | 8.333 | 7.080 | 3.600 | 3.600 | 26.000 | 750 | 118.743 | 2,0% | 8,55% | 1,70% | 0,14% | 1,84% | 10,53% |
| 2016 | CARTIMEX | 1 | 3.000.000 | 7,84% | AA+ | 8.000 | 8.000 | 1.200 | 1.688 | 3.300 | 13.200 | 500 | 75.635 | 2,5% | 7,84% | 2,14% | 0,19% | 2,33% | 10,36% |
| 2016 | SUPERPORTE | 1 | 15.000.000 | 7,25% | AAA- | 24.000 | 10.000 | 7.200 | 11.192 | 5.000 | 58.000 | 2.000 | 363.711 | 2,4% | 7,25% | 2,21% | 0,11% | 2,32% | 10,17% |
| 2016 | MEDPEROT | 2 | 4.000.000 | 7,63% | AAA- | 15.333 | 4.375 | 183 | 2.851 | 4.000 | 17.000 | 3.000 | 82.024 | 2,1% | 7,63% | 1,76% | 0,14% | 1,91% | 9,68% |
| 2016 | INTEROC | 4 | 1.000.000 | 8,15% | AA+ | 11.900 | 17.500 | 642 | 8.400 | 5.000 | 54.000 | 500 | 143.967 | 14,4% | 8,15% | 0,80% | 0,11% | 0,92% | 22,55% |
| 2016 | MAVESA | 1 | 10.000.000 | 7,50% | AA+ | 15.000 | 13.250 | 459 | 6.000 | 5.000 | 38.000 | 2.500 | 135.964 | 1,4% | 7,50% | 1,12% | 0,12% | 1,24% | 8,86% |
| 2016 | PRONOBIS | 2 | 10.000.000 | 7,57% | AAA | 15.000 | 10.200 | 459 | 6.000 | 5.000 | 38.000 | 2.500 | 130.218 | 1,3% | 7,57% | 1,09% | 0,06% | 1,14% | 8,87% |
| 2016 | EQUAVEGETAL | 1 | 6.000.000 | 6,10% | AAA | 63.900 | 12.250 | 275 | 4.877 | 5.000 | 26.000 | 500 | 158.946 | 2,6% | 6,10% | 2,33% | 0,16% | 2,49% | 8,75% |
| 2016 | CORPORACION EL BOLSADO | 1 | 10.000.000 | 6,94% | AAA | 10.000 | 15.000 | 60 | 6.000 | 5.000 | 38.000 | 5.000 | 165.714 | 1,6% | 6,94% | 1,32% | 0,12% | 1,44% | 8,50% |
| 2016 | EL GORDEO | 1 | 2.000.000 | 5,84% | AAA | 14.000 | 9.000 | 69 | 1.426 | 2.000 | 9.800 | 1.500 | 93.165 | 2,7% | 5,84% | 2,25% | 0,21% | 2,46% | 8,52% |
| 2016 | INDOLENIA ALIMENTOS | 3 | 10.000.000 | 6,68% | AAA- | 14.000 | 15.500 | 300 | 6.000 | 5.000 | 38.000 | 750 | 145.216 | 1,5% | 6,68% | 1,21% | 0,13% | 1,34% | 8,13% |
| 2016 | LA FABRIL | 7 | 15.000.000 | 6,59% | AAA | 27.000 | 13.500 | 688 | 9.000 | 5.000 | 58.500 | 2.500 | 173.231 | 1,2% | 6,59% | 0,94% | 0,11% | 1,06% | 7,74% |
| 2016 | CUBIERTAS DEL ECUADOR | 1 | 1.000.000 | 6,05% | AA | 28.000 | 11.000 | 469 | 6.128 | 5.000 | 38.000 | 500 | 135.999 | 13,6% | 6,05% | 1,12% | 0,12% | 1,24% | 10,65% |
| 2016 | ALUPA | 5 | 3.000.000 | 4,65% | AAA | 35.000 | 5.000 | 138 | 2.138 | 3.000 | 13.000 | 1.000 | 71.773 | 2,4% | 4,65% | 2,08% | 0,15% | 2,24% | 7,04% |
| 2016 | FARROPERUACE | 3 | 8.000.000 | 5,10% | AAA | 18.000 | 11.500 | 387 | 5.702 | 1.600 | 35.000 | 3.000 | 120.454 | 1,3% | 5,10% | 1,24% | 0,11% | 1,37% | 6,51% |
| 2016 | FADESA | 1 | 12.000.000 | 5,48% | AAA | 11.250 | 3.000 | 550 | 9.794 | 5.000 | 46.800 | 1.000 | 106.717 | 0,9% | 5,48% | 0,67% | 0,10% | 0,78% | 6,37% |
| 2016 | COMERCIAL TIRE ANDINA | 2 | 5.000.000 | 4,78% | AAA | 13.000 | 7.000 | 917 | 12.256 | 5.000 | 38.000 | 2.300 | 153.054 | 3,1% | 4,78% | 0,62% | 0,07% | 0,69% | 7,84% |
| 2016 | PRONINCA | 5 | 10.000.000 | 4,69% | AAA | 15.000 | 16.000 | 4.129 | 17.658 | 5.000 | 131.000 | 60.030 | 523.190 | 5,2% | 4,69% | 0,52% | 0,05% | 0,57% | 9,92% |
| 2016 | ORIONDIERS S.A. | 1 | 2.000.000 | 3,74% | AA | 20.000 | 20.000 | 2.500 | 4.828 | 3.000 | 38.000 | 1.300 | 137.703 | 68,9% | 3,74% | 1,12% | 0,15% | 1,25% | 72,60% |
| 2017 | AUTOLASA | 3 | 1.500.000 | 8,50% | AA+ | 8.000 | 9.500 | 150 | 1.389 | 3.300 | 7.350 | 600 | 66.879 | 4,5% | 8,50% | 3,86% | 0,30% | 4,16% | 12,96% |
| 2017 | EQUATORIANA DE GRANOS | 2 | 1.300.000 | 8,30% | AA | 6.500 | 10.800 | 60 | 1.057 | 1.300 | 6.370 | 3.650 | 55.805 | 4,3% | 8,30% | 3,65% | 0,32% | 3,97% | 12,59% |
| 2017 | PROCARISA | 3 | 10.000.000 | 8,53% | AA | 20.000 | 14.000 | 300 | 5.000 | 5.000 | 38.000 | 1.000 | 179.416 | 1,8% | 8,53% | 1,55% | 0,12% | 1,67% | 10,32% |
| 2017 | ALMACENES BOYACA | 2 | 4.000.000 | 6,55% | AA+ | 56.800 | 12.500 | 183 | 2.800 | 8.000 | 17.600 | 2.688 | 152.946 | 3,8% | 6,55% | 3,40% | 0,21% | 3,61% | 10,38% |
| 2017 | ILE | 1 | 1.000.000 | 5,75% | AAA- | 10.000 | 8.750 | 50 | 813 | 1.000 | 4.900 | 667 | 42.321 | 4,2% | 5,75% | 3,59% | 0,32% | 3,91% | 9,98% |
| 2017 | FERRO TORRE | 1 | 4.000.000 | 7,40% | AA | 10.500 | 11.000 | 4.000 | 2.400 | 5.000 | 17.600 | 400 | 95.508 | 2,4% | 7,40% | 2,04% | 0,18% | 2,21% | 9,79% |
| 2017 | FISA | 2 | 6.000.000 | 5,11% | AAA- | 165.000 | 15.000 | 275 | 3.600 | 5.000 | 26.000 | 500 | 244.810 | 4,1% | 5,11% | 3,77% | 0,16% | 3,93% | 9,19% |
| 2017 | PLASTICOS RIVAL | 1 | 4.000.000 | 6,00% | AAA | 17.500 | 8.500 | 183 | 5.851 | 4.000 | 17.600 | 2.688 | 106.059 | 2,7% | 6,00% | 2,33% | 0,16% | 2,49% | 8,65% |
| 2017 | INCABE | 4 | 3.900.000 | 5,09% | AAA | 10.000 | 8.750 | 151 | 3.012 | 3.300 | 14.520 | 500 | 115.062 | 3,5% | 5,09% | 3,13% | 0,18% | 3,31% | 8,57% |
| 2017 | FIRMEASA | 1 | 2.900.000 | 5,45% | AAA | 19.600 | 11.500 | 115 | 1.782 | 3.000 | 68.644 | 1.000 | 88.644 | 2,7% | 5,45% | 2,29% | 0,23% | 2,52% | 8,20% |
| 2017 | RIOMANSO | 2 | 2.000.000 | 5,00% | AA+ | 12.500 | 7.500 | 92 | 1.200 | 2.000 | 9.800 | 1.500 | 51.743 | 2,6% | 5,00% | 2,19% | 0,20% | 2,39% | 7,55% |
| 2017 | IMPORTADORA VEGA | 2 | 3.000.000 | 5,31% | AA+ | 19.600 | 7.000 | 138 | 2.138 | 3.000 | 13.000 | 1.000 | 67.093 | 2,2% | 5,31% | 1,90% | 0,17% | 2,07% | 7,59% |
| 2017 | SUMESA | 1 | 8.000.000 | 6,00% | AAA- | 16.000 | 11.500 | 367 | 6.502 | 5.000 | 35.200 | 2.000 | 103.758 | 1,3% | 6,00% | 1,02% | 0,14% | 1,16% | 7,30% |
| 2017 | AUTOMOTORES DE LA SIERRA | 3 | 4.000.000 | 5,13% | AAA- | 12.500 | 4.500 | 183 | 2.851 | 4.000 | 17.600 | 800 | 88.727 | 1,7% | 5,13% | 1,43% | 0,14% | 1,57% | 6,84% |
| 2017 | IMMOBILIARIA LAVIE | 2 | 15.000.000 | 5,13% | AAA | 15.000 | 12.500 | 688 | 9.000 | 11.700 | 58.500 | 2.500 | 219.075 | 1,5% | 5,13% | 1,23% | 0,12% | 1,35% | 6,59% |
| 2017 | IPAC | 5 | 20.000.000 | 5,44% | AAA+ | 20.000 | 12.000 | 917 | 24.000 | 5.000 | 58.000 | 500 | 180.068 | 0,9% | 5,44% | 0,74% | 0,08% | 0,82% | 6,34% |
| 2017 | ZAIMELLA | 4 | 200.000 | 3,21% | AAA | 10.0 | | | | | | | | | | | | | |

Anexo J: Base de Datos Costos Directos e Indirectos Titularización (2013-2017), Mercado de Valores

| AÑO | Emisor | Número de Referencia | TRAMO | Monto Emitido | PLAZO | TASA DE PROMEDIO PONDERADA | Calificación de Riesgos MÁS FAVORABLE ALTA | Estructuras Financieras Legales | Estructuras Financieras | Estructura Legal | Colocación | Rendimiento | Otros Relacionados al Rendimiento | Liquidación del Rendimiento | Superficies de Compensación | Relación de Valores | Calificación de Rendimiento | DECEVALE/Agente Pagador | Otros Costos | TOTAL COSTO | % Monto de la Emisión | Tasa de Promedio Ponderado | % Costo Ponderado | % Costo Ponderado | % TOTAL del Costo Indirecto (%) | TASA del Costo Indirecto (%) |
|------|-------------|----------------------|-------|---------------|-------|----------------------------|--|---------------------------------|-------------------------|------------------|------------|-------------|-----------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|---------------------|-----------------------------|-------------------------|--------------|-------------|-----------------------|----------------------------|-------------------|-------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 2013 | Noperity | 1 | 1 | 2,000,000 | 1,800 | 8.6% | AA | 47,215 | 30,000 | 8,000 | 9,215 | 35,725 | 15,037 | 787 | 1,843 | 12,640 | 27,000 | 3,810 | 4,745 | 148,802 | 4.7% | 8.6% | 3.9% | 0.8% | 4.3% | 12.9% |
| 2013 | Sectoh | 1 | 1 | 2,500,000 | 1,800 | 8.9% | AA | 34,750 | 11,000 | 6,000 | 17,750 | 81,156 | 15,128 | 787 | 3,544 | 15,800 | 28,500 | 3,663 | 8,555 | 197,761 | 7.7% | 8.9% | 2.7% | 1.0% | 3.7% | 12.6% |
| 2013 | Inchaburina | 1 | 1 | 3,000,000 | 1,800 | 8.8% | AA | 47,300 | 18,000 | 8,000 | 21,300 | 86,588 | 18,138 | 1,500 | 3,764 | 18,950 | 27,000 | 4,396 | 30,269 | 218,113 | 7.7% | 8.8% | 2.8% | 0.9% | 3.7% | 12.5% |
| 2013 | Seguros | 1 | 1 | 3,000,000 | 1,800 | 8.5% | AA | 47,300 | 17,000 | 10,000 | 17,300 | 86,588 | 18,138 | 1,500 | 3,764 | 18,950 | 27,000 | 4,396 | 30,269 | 218,113 | 7.7% | 8.5% | 2.8% | 0.9% | 3.7% | 12.5% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | 45,300 | 17,000 | 10,000 | 10,300 | 107,300 | 15,148 | 1,200 | 3,120 | 20,850 | 30,500 | 3,556 | 13,930 | 250,970 | 9.0% | 8.2% | 2.4% | 0.7% | 3.2% | 12.2% |
| 2013 | Enxora | 1 | 1 | 3,000,000 | 600 | 8.2% | AAA | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |