



UNIVERSIDAD DE ESPECIALIDADES ESPÍRITU SANTO

FACULTAD DE ECONOMÍA Y CIENCIAS ADMINISTRATIVAS

**TÍTULO: EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO
MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR
FARMACEUTICO EN EL ECUADOR**

**TRABAJO DE TITULACIÓN QUE SE PRESENTA COMO REQUISITO
PREVIO A OPTAR EL GRADO DE CONTADOR PÚBLICO
AUTORIZADO**

**NOMBRE DEL ESTUDIANTE:
SANDRA ISABEL BRIONES PANEZO**

**NOMBRE DEL TUTOR:
ING. CHRISTIAN MORÁN**

SAMBORONDÓN, SEPTIEMBRE 2014

RESUMEN

Desde hace varios años el mercado farmacéutico presenta un constante crecimiento, en la actualidad con la implementación de nuevas políticas gubernamentales, que regulan directa e indirectamente el área de la salud y en particular a la distribución de productos farmacéuticos, originan situaciones de incertidumbre a las que las empresas de este sector se enfrentan. Son ambos escenarios, factores que han llevado a estas empresas por corrientes provistas de crecimiento, expansiones, reestructuraciones, y ahora, corrientes llenas de cautela, minimización del riesgo, o por lo menos, de detenimiento de las expansiones e inversiones. En este sentido, las decisiones financieras son las de mayor importancia una vez elegida la estrategia que les ayudará a navegar por estas corrientes. Ante tales realidades, este segmento de grandes volúmenes y mínimos márgenes netos, dirige su financiamiento al menor costo posible, donde un punto porcentual puede ser la gran diferencia. De tal manera, que el mercado de valores resulta una eficaz opción de financiamiento en estas circunstancias, el mismo que ofrece entre otras opciones la emisión de obligaciones y la titularización, las cuales como se observarán han sido de continua utilización entre estas empresas, por lo que se desarrollará entonces los razonamientos necesarios para una adecuada elección.

Palabras claves: Emisión de obligaciones, titularización, papel comercial, reestructuración de pasivos, mercado de valores.

ABSTRACT

For several years the pharmaceutical market is growing continuously, actually with the implementation of new government politics that directly or indirectly regulate the area of health and in particular to the distribution of pharmaceuticals products, to arise situations of uncertainties to which firms in this industry face. Are both scenarios, factors that have led to these companies by currents provided growth, expansion, restructuring, and now currents full of caution, risk minimization, or at least to carefully expansions and investments. In this case, financial decisions are the most important after choosing the strategy that will help them navigate these currents. Given these realities, this segment of large volumes and low net margins, directs it's funding at the lowest cost, where a percentage point can make a big difference. Thus, the market is an effective financing option in these circumstances, it offers among other options issue bonds and securitization, which as will be observed have been in continuous use among these companies, so which then develop the arguments necessary for proper choice.

Keywords: Bond issues, securitization, commercial paper, debt restructuring, stock market.

INTRODUCCION

El mercado farmacéutico ecuatoriano ha tenido un crecimiento importante en esta última década, en el año 2010 alcanzó ventas por \$650 millones lo que representa casi un 1.08% del PIB, y la participación del sector privado y el público en este mismo año, fue de 93.39% y 6.61% respectivamente. El crecimiento del mercado farmacéutico está en un 7.89% vs el año anterior (MAT junio 2014), las cifras de crecimiento son ligeramente superiores a las registradas al cierre del 2013 +7.03% recuperándose de la desaceleración en su crecimiento en el 2012 +5.49% vs 2011, motivada en buena medida por la política de compra del sector público que se estima ha invertido montos del orden de USD 300 – USD 350 millones anuales en compras de medicamentos para los años 2012 y 2013. Esta tendencia se mantiene en la actualidad y se proyecta en los próximos años fortaleciendo a la Empresa Pública de Fármacos ENFARMA EP, “compañía del estado ecuatoriano cuyo objetivo es desarrollar, producir y comercializar medicamentos e insumos seguros y eficaces, para uso humano, veterinario y agroforestal, a precios socialmente justos” (ENFARMA EP, 2014) puesto que la iniciativa del gobierno es procurar que la mayor parte de la población tenga cobertura de salud. El mercado farmacéutico privado corresponde a las ventas que se realizan en las farmacias del país, cuyo crecimiento ha disminuido significativamente en los últimos años (5% a junio 2013), debido principalmente a la mayor compra pública. (Ayala, 2014)

Se debe considerar que en Julio 2014 mediante Decreto Ejecutivo No. 400, se emitió un nuevo Reglamento para la Fijación de Precios de Medicamentos de Uso y Consumo Humano, donde señala que los productos serán clasificados en

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

estratégicos en el cual los precios serán fijados vía techos en función de un cálculo por medianas y no estratégicos que tendrán un régimen liberado de precios; el documento indica un plazo de 120 días para la definición de los productos estratégicos y 180 días para determinar el techo de los precios. Art.12 y 13. (Reglamento General para la fijación, revisión y control de los precios de los medicamentos de uso humano, 2011)

Debido al importante crecimiento que ha tenido el mercado farmacéutico y a los cambios en las políticas gubernamentales, las compañías de este sector se ven en la necesidad de garantizar una estructura económica-financiera para un desarrollo sustentable, mejorar su productividad y competitividad en un mundo globalizado donde la tecnología avanza cada día de manera acelerada y se convierte en parte del desarrollo de las empresas. Cabe indicar que en el país existen más de 240 empresas farmacéuticas entre laboratorios, fabricantes, casas de representación y distribuidores, (Superintendencia de Compañías, 2013), entre las compañías más importantes del mercado farmacéutico se encuentran Difare “compañía ecuatoriana desde el año 1984, que impulsa al sector farmacéutico a través de sus divisiones: distribución, desarrollo de farmacias y representaciones de productos, farmacias Cruz Azul, Pharmcys y Comunitarias” (Grupo Difare, 2014), Farcomed “compañía del grupo GPF inició en 1930, en 1950 adquiere boticas que más adelante se convertirían en la cadena de farmacias Fybeca” (Corporacion GPF, 2014) y Farmaenlace “nace en el año 2005 a través de una alianza estratégica entre dos compañías, se dedica a la distribución y comercialización de productos farmacéuticos” (Farmaenlace, 2014), en las cuales se enfocará el estudio de esta investigación.

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

Lo anteriormente expuesto ha exigido a las empresas del sector farmacéutico a buscar y utilizar mecanismos de financiamiento más baratos y de mejores condiciones y plazos; considerando al mercado de valores como una de las mejores alternativas de financiamiento principalmente en términos de plazo y tasas; “el mercado bursátil es una atractiva alternativa de inversión y una real y efectiva fuente de financiamiento” (Bolsa de Valores Quito, 2014), las dos alternativas más utilizadas por las empresas del sector farmacéutico son sin duda la emisión de obligaciones y la titularización; razón por la cual, se hace importante decidir sobre cual alternativa emprender, de manera que el objetivo del presente artículo es analizar los costos y beneficios para decidir sobre la conveniencia de aplicar una emisión de obligaciones o una titularización de flujos futuros como fuente de financiamiento en una compañía del sector farmacéutico, realizando una comparación sobre el nivel de endeudamiento, estructura de capital antes y después de la aplicación de los mecanismos de financiamiento propuestos.

FUNDAMENTACION TEORICA

El mercado financiero es el mecanismo que vincula a los proveedores con los tomadores de recursos realizando intercambios de instrumentos financieros; está compuesto por el mercado de dinero donde los recursos se movilizan a corto plazo y el mercado de valores también conocido como mercado de capitales donde los recursos se movilizan a largo plazo mediante la emisión (fabricación-creación) y negociación (compra-venta) de valores (papeles).

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

La movilización se hace a través de operaciones financieras, indirectas (por medio del sistema financiero) y directas (por medio del mercado de valores), el plazo es determinado por las expectativas de los inversionistas y por la situación económica existente en el entorno.

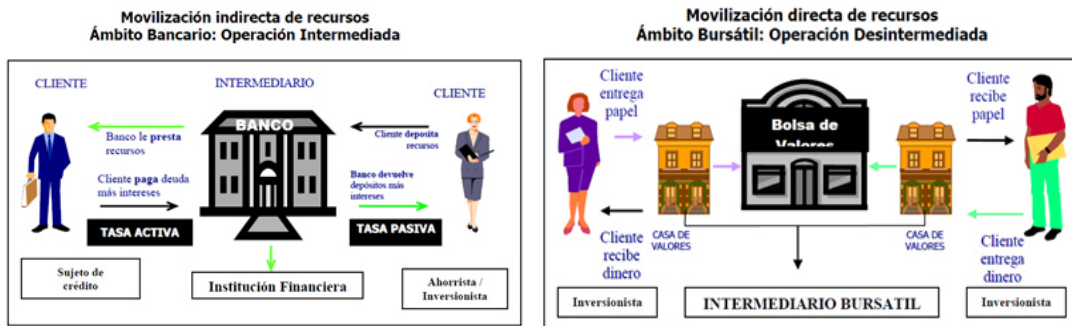


Figura 1. Movilización Directa o Indirecta del Título o Valor.

La operación intermediada se realiza directamente con una institución financiera (banco, cooperativa, etc.) y la operación desintermediada es realizada por medio del mercado de valores donde participan los emisores de valores (compañías, instituciones financieras, instituciones del estado, etc.); inversionistas y casa de valores que se encargan de negociar los papeles en la bolsa. (Intendencia de Mercado de Valores, Septiembre, 2006)

Mercado de valores

La intendencia de mercado de valores se encarga, a través de sus departamentos, de promover e impulsar el desarrollo de este sector. Tiene entre sus funciones contribuir a lograr un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente. “El mercado de valores es un segmento de los mercados de capitales en el cual se negocian valores (renta fija y variable) entre oferentes (emisores) y demandantes (inversionistas), a través de mecanismos previstos en la ley de mercado de valores, con la finalidad de permitir la canalización de los recursos hacia las actividades productivas, sin necesidad de la intermediación de entidades financieras”. (Superintendencia de Compañías, 2014)

La negociación se la puede realizar tanto en el mercado bursátil como en el extrabursátil, esto quiere decir que deben estar inscritos en el registro de mercado de valores y puede ser con o sin un intermediario de valores.

El mercado de valores en el Ecuador es de mucha importancia ya que constituye uno de los indicadores principales en la economía de un país, con la negociación de los valores se refleja la realidad económica de los sectores, considerando que el Ecuador vive una economía abierta de mercado.

El mercado de valores en el Ecuador inicia en el año 1906 con la bolsa de comercio normado con el código de comercio la cual no fue suficiente para impulsar la misma, en el año 1935 se crea la bolsa de valores y productos del Ecuador C. con un periodo muy corto de tiempo aproximadamente de un año debido a la escasa oferta de valores, baja capacidad de ahorro en el país, poco

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

conocimiento sobre estas inversiones y otras alteraciones políticas de ese entonces.

En 1965 se creó la comisión de valores-corporación financiera nacional orientada a conceder créditos y al desarrollo industrial, debido al crecimiento económico del país esta institución crea la bolsa de valores en el Ecuador, posteriormente en 1969 el Presidente de la República establece como compañías anónimas en las ciudades de Quito y Guayaquil, reguladas por la Ley de Compañías y bajo el control de la Superintendencia de Compañías, iniciando sus operaciones en 1970 formalizando el mercado bursátil en el Ecuador.

El 26 de Mayo de 1993 fue expedida la primera ley de mercado de Valores, en base a esta ley el consejo nacional de valores (CNV) establece la política general del mercado de valores y regula su actividad. (Intendencia de Mercado de Valores, Septiembre, 2006)

Clasificación del mercado de valores

Según (Bolsa de Valores Quito, 2014) el mercado de valores está compuesto por los siguientes segmentos:

- Público, son las negociaciones que se realizan con la intermediación de una casa de valores autorizada.
- Privado, son las negociaciones que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor, sin la intervención de una casa de valores.

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

- Primario, es aquel en el cual se realiza la primera venta o colocación de valores que hace el emisor con el fin de obtener directamente los recursos.
- Secundario, comprende las negociaciones posteriores a la primera colocación de valores.

Al mismo tiempo el mercado de valores se lo identifica como:

- Bursátil, conformado por ofertas demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores, realizadas en estas por los intermediarios de valores autorizados. (Superintendencia de Compañías, 2014)
- Extrabursátil, es el que se desarrolla fuera de las bolsas de valores, con la participación de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales, con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores. (Superintendencia de Compañías, 2014)

Entidades de control del mercado de valores

Consejo nacional de valores (CNV).- es el órgano adscrito a la Superintendencia de compañías que establece la política general del mercado de valores y regula su funcionamiento. (Bolsa de Valores Quito, 2014)

Superintendencia de compañías.- es la institución que ejecuta la política general del mercado de valores y controla a los participantes del mercado. (Bolsa de Valores Quito, 2014)

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

Bolsas de valores.- a través de su facultad de autorregulación pueden dictar sus reglamentos y demás normas internas de aplicación general para todos sus partícipes, así como, ejercer el control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia. (Bolsa de Valores Quito, 2014)

Valores que se negocian en el mercado de valores

Considerando que un valor es un derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, que se negocia en el mercado de valores, el mismo puede estar representado por títulos, registros contables o anotaciones en cuenta. (Bolsa de Valores de Quito, 2014)

Los valores se clasifican en:

Valores de Renta Variable.- “Conjunto de activos financieros que no tienen un vencimiento fijo y cuyo rendimiento, en forma de dividendos y capital, variará según el desenvolvimiento del emisor”. (Bolsa de Valores de Quito, 2014)

- Acción, son las partes o fracciones iguales que se divide el capital de una compañía.
- Cuotas de Participación, representan los aportes realizados por los constituyentes de un fondo colectivo, y que son valores negociables en el mercado y requieren de una calificación de riesgo.

Valores de Renta Fija.- “Son aquellos cuyo rendimiento no depende de los resultados de la compañía emisora, sino que está predeterminado en el momento de la emisión y es aceptado por las partes”. (Bolsa de Valores de Quito, 2014)

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

- Valores de corto plazo con tasa de interés, emitidos con un período de vigencia no mayor a 360 días y devengan una tasa de interés.

Los principales son:

- Pagarés
- Pólizas de Acumulación
- Certificados de Depósito
- Certificados de Inversión
- Certificados de Ahorro
- Certificados Financieros
- Papel Comercial

- Valores de corto plazo con descuento, emitidos con un período de vigencia mayor a 360 días y no devengan un interés por tal motivo su rendimiento se lo determina por el descuento en el precio de la compra-venta. Los principales son:

- Cupones
- Letras de Cambio
- Cartas de Crédito Domestica
- Aceptaciones Bancarias
- Certificados de Tesorería
- Títulos del Banco Central TBC

- Valores de largo plazo, emitidos con un período de vigencia mayor a 360 días y devenga una tasa de interés. Los principales son:

- Bonos del Estado
- Cédulas Hipotecarias

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

- Obligaciones
- Valores de titularización
- Otros Valores: Notas de Crédito, emitidos por el Servicio de Rentas Internas (SRI), sirven para pagar impuestos o tributos, no tienen plazo de vencimiento ni devengan un interés, se los negocia en la bolsa en base a precio.

Los empresarios en otros tiempos para poder cubrir sus fondos utilizaban otros sistemas de financiamiento como aumento de capital, reinversión de utilidades o préstamos a la banca, que muchas veces resultaban más costosos o inasequibles, actualmente el mercado de valores ofrece varias opciones de financiamiento de las cuales antes de tomar la decisión de deuda se debe evaluar si conviene “el administrador financiero debe considerar si las deudas contribuirán a las operaciones de la empresa o les restará valor a las mismas”. (Block & Hirt, 2008)

Entre los valores más transados en el Ecuador están:

Acciones.- Valor que representa la propiedad de su tenedor sobre una de las partes iguales en las que se divide el capital social de una sociedad anónima y de las sociedades en comandita por acciones. Confieren a su propietario la calidad de accionista, y de acuerdo con la legislación ecuatoriana deben ser nominativas y registradas en un libro de acciones y accionistas que debe ser llevado por el emisor. Las acciones pueden ser de dos tipos: ordinarias y preferidas. (Superintendencia de Compañías, 2014)

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

Bonos del Estado.- Son títulos emitidos por el Gobierno Nacional a través del Ministerio de Economía y Finanzas con el objeto de obtener financiación. (Superintendencia de Compañías, 2014)

Certificado de Tesorería.-Título emitido por el Ministerio de Economía y Finanzas, en los cuales el Estado se compromete a cancelar el capital de los mismos al vencimiento. (Superintendencia de Compañías, 2014)

Emisión de obligaciones.- La emisión de obligaciones es el mecanismo mediante el cual una compañía privada (anónima, limitada o sucursal de compañía extranjera domiciliada en el Ecuador), o del sector público, inscrita en el Registro del Mercado de Valores, emite papeles de deuda (obligaciones) a un determinado rendimiento y plazo, y los ofrece en el mercado de valores al público en general o a un sector específico de éste. (Intendencia de Mercado de Valores, Septiembre, 2006)

Proceso conocido en el mundo de las finanzas como emisión de bonos corporativos, pueden emitirse con una tasa (cupón) fija o reajutable en función de tasas referenciales, son de largo plazo y son generalmente utilizados para financiar proyectos de expansión, para capital de trabajo o para reestructurar pasivos.

Breve descripción del proceso:

- Proceso inicia con la aprobación de la junta de accionistas mediante acta.
- Se firma contratos con:

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

- Estructurador y colocador
 - Calificadora de Riesgos
 - Representante de Obligacionistas
 - Depósito Centralizado de Valores
- Estructurador y Calificadora solicitan información y documentación a emisor para elaborar prospecto de oferta pública e informe de calificación, respectivamente.
- Se suscribe el contrato de emisión, el cual se eleva a escritura pública.
 - Toda esta documentación, más información requerida por la codificación, se ingresa a la Intendencia de Mercado de Valores (IMV).
 - Luego del análisis, la IMV entrega oficio de aprobación o de observaciones.
 - Superada cualquier observación, la IMV entrega resolución, la cual se publica en diario, y luego se obtiene el certificado de inscripción.
 - El último paso previo a la negociación de los valores, es la inscripción en bolsa.
 - Todo este proceso toma alrededor de 3 meses.

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

Emisión de obligaciones convertibles en acciones.- Conceden al titular o tenedor del título, el derecho más no la obligación, de transformar estos títulos de deuda en acciones, según se estipule en la Escritura de Emisión, cambiando su condición de acreedor por la de accionista. (Intendencia de Mercado de Valores, Septiembre, 2006)

Emisión de obligaciones de corto plazo o papel comercial.- Se emiten a un plazo de 1 a 359 días. Para este tipo de obligaciones, se cuenta con programas de emisión de carácter revolvente en los cuales el emisor contará con 720 días para emitir, colocar, pagar y recomprar papel comercial de acuerdo a sus necesidades de fondos. (Intendencia de Mercado de Valores, Septiembre, 2006)

Son de corto plazo, son papeles muy apetecidos en el mercado de valores, y las tasas de rendimiento a las que se puede colocar son las más bajas entre los instrumentos financieros disponibles. Normalmente se estructuran con pagos al vencimiento, por lo que la empresa podría utilizarlo para financiar capital de trabajo.

La ventaja del papel comercial es que se puede atribuir a otros factores además del rápido crecimiento de los fondos mutuos del mercado de dinero y la necesidad de éstos de encontrar valores a corto plazo para inversión. (Block & Hirt, 2008)

Titularización.- La titularización es un proceso mediante el cual se transforman activos de poca, lenta o nula rotación en valores negociables en el mercado para obtener liquidez en condiciones competitivas. Estos valores se

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

emiten con cargo a un patrimonio autónomo conformado por los activos transferidos a este patrimonio.

Los activos transferidos al patrimonio autónomo (fideicomiso mercantil o fondo colectivo de inversión) deben tener la capacidad de generar flujos futuros de fondos con los cuales se pagará el capital y el rendimiento de los valores emitidos. (Intendencia de Mercado de Valores, Septiembre, 2006)

Este mecanismo, mediante el cual una institución transforma un activo que existe o se espera que exista en el futuro, en un título negociable en el mercado de valores, para captar recursos de los inversionistas, utilizado en los últimos años por grandes compañías como Hotel Hilton Colón de Guayaquil, IIASA, Otecel y Burger King. (Ecuador invierte, 2014)

Actualmente las empresas que optan por la titularización deberán tener una garantía real para el proceso de la emisión, “las garantías hipotecarias son el mejor tipo conocido de título garantizado por un activo”. (Ross & Westerfield, 2012)

Intervinientes en los costos de emisión del Mercado de Valores

Calificación de Riesgo.- Según (Ley de Mercado de Valores, 2006) Art. 185.- Se entenderá por calificación de riesgo, la actividad que realicen entidades especializadas, denominadas calificadoras de riesgo, mediante la cual den a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública.

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

Las calificadoras de riesgo son autorizadas por la Intendencia de Mercado de Valores, la calificación la realizan con un análisis cuantitativo y cualitativo del emisor, de su mercado, industria, competencia (factores externos), así como un análisis interno respecto a la administración, procesos, cifras financieras, proyecciones, etc. Al final el estudio arroja un rating que le da al inversionista el conocimiento del riesgo asociado de los valores a emitirse. La calificadora cobra inicialmente la primera actualización y la primera actualización semestral, el valor del segundo año incluye las dos actualizaciones del mismo. La calificación se realiza semestralmente.

Estructuración financiera y legal.- “Son las compañías que se encargan de asesorar y organizar la información jurídica y económico-financiera que debe presentar a la Superintendencia de Compañías” Pág.24 (Intendencia de Mercado de Valores, Septiembre, 2006). Incluye la coordinación con la empresa respecto al contenido del acta de junta de accionistas que aprueban la emisión, coordinación de firmas de contratos con los intervinientes en el proceso de emisión, recolección de documentos legales para el proceso, coordinación de comunicaciones al ente de control, etc. También incluye la elaboración de la circular de oferta pública, cálculo de indicadores financieros históricos, elaboración de proyecciones, y todo lo que la codificación de resoluciones del Consejo Nacional de Valores requiere. También forma parte de esto la sustentación de las observaciones que realice el ente de control.

Colocación Casa de valores.- Es el proceso de venta de los valores tanto en el mercado bursátil como extrabursátil. Este proceso incluye la presentación de la emisión ante inversionistas institucionales, casas de valores e inversionistas en

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

general. También aquí se realiza un estudio previo del mercado para definir en conjunto con la empresa, la tasa de rendimiento a la cual se ofertarán los valores.

Piso de Bolsa.- Comisión en porcentaje anualizado sobre el valor actual (0.09%), cobrado por las bolsas de valores en cada transacción bursátil. La transacción por bolsa es importante por la transparencia de la información respecto a rendimientos, y por la posición y la imagen que la empresa gana al tener presencia bursátil.

Representante Obligacionistas.- “Es una persona jurídica especializada, que velará por los derechos e intereses de los obligaciones (inversionistas que compren obligaciones) durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total.” Pág.25 (Intendencia de Mercado de Valores, Septiembre, 2006), cuya función principal es entenderse con el emisor e informar a los tenedores (inversionistas) sobre cualquier evento importante que ocurra mientras esté vigente la emisión. Entre sus funciones está realizar las juntas de inversionistas que sean necesarias ante alguna eventualidad que pueda afectar al pago de los valores.

Inscripción y mantenimiento RMW y Bolsa.- Son valores que se pagan a la Superintendencia de Compañías (0.5 por mil del monto a emitir, como máximo se paga \$2,500) y el 0.02% a la Bolsa de Valores. El valor de la Superintendencia de Compañías se paga una sola vez, el de la Bolsa es anual.

Notarias, publicación, CDs.- Incluye escritura pública de declaración juramentada de veracidad de la información, costo de publicación en un diario

respecto a la resolución de la Superintendencia de Compañías, quema e inscripción de CD's en los que se graba la circular de la oferta pública.

Depósito centralizado de compensación y liquidación de valores (Decevale)-Desmaterialización y cobro.- “Compañía anónima que se encarga de proveer servicios de depósito, custodia, conservación, liquidación y registro de transferencia de los valores. Opera también como cámara de compensación.” (Bolsa de Valores Quito, 2014). “Se constituyó en el año 1994, único depósito centralizado de compensación y liquidación de valores a nivel nacional” (Decevale, 2014).

Se realiza contrato con dos objetivos: Realizar una emisión desmaterializada, es decir sin la presencia de títulos físicos, y que dicha institución realice el servicio de Gestión de Cobro, que significa solicitar a la empresa los fondos necesarios para el pago a los inversionistas, evitando que los mismos acudan a la empresa emisora a cobrar.

Índices Financieros

Valores obtenidos de los estados financieros, para evaluar su comportamiento en varios aspectos de la empresa, no indican cuáles son los problemas ni las soluciones en los aspectos que se evalúan, son simplemente señales de alerta para que los administradores busquen las causas de índices deficientes y las alternativas para mejorar dichos índices.

Índices de liquidez: Capacidad para pagar deudas a corto plazo.

Índices de solvencia: Mide la habilidad que tiene la empresa para cubrir sus compromisos inmediatos. “Solvencia a largo plazo, capacidad de una

organización para generar suficiente efectivo y liquidar las deudas a largo plazo a medida que se van venciendo”. (Hornngren, Sundem, & Elliott, 2000)

Índices de gestión: Mide la eficiencia en ciertos rubros de la empresa

Indicadores de rentabilidad: Mide las utilidades o ganancias de una empresa.

Procesos previos al análisis financiero

1.- Revisión estados financieros:

- * Determinar si se tienen todos los datos posibles.
- * Verificar los procedimientos contables.

2.- Reconstrucción de estados financieros:

- * Combinar partidas de naturaleza similar para reducir el número de cifras a examinar.
- * Simplificar las cifras. (Clermont Muñoz, 2014)

METODOLOGÍA

El análisis que se realizará para llevar a cabo este trabajo tiene un enfoque cuantitativo, puesto que la información que se obtendrá será en base a datos numéricos y estadísticos, se medirá los costos incurridos en una emisión de obligaciones o en una titularización de flujos futuros y los efectos que causan en los Estados Financieros al aplicar individualmente cada título o valor, realizando proyecciones financieras y de esta manera poder evaluar cuál de las dos tiene un mayor beneficio.

Diseño de la Investigación

En el presente trabajo se busca obtener una proyección de los estados financieros de una de las compañías más importantes del sector farmacéutico donde se podrá observar el comportamiento de los indicadores financieros y su variación antes y después de aplicar la emisión del título y los beneficios que se pudieran obtener a largo plazo.

- Con una investigación exploratoria se realizará un estudio preliminar de la información actual que presentan los indicadores financieros de las tres compañías más importantes del sector farmacéutico, evaluando el nivel de endeudamiento y su comportamiento en el mercado.

El estudio exploratorio aplicado permite acercarnos al problema, relacionándonos con el fenómeno desconocido con el fin de aportar con ideas certeras que permitan mejorar los resultados.

- Aplicando la investigación descriptiva podemos observar los títulos o valores más utilizados en el mercado farmacéutico y las variables a considerar para su posterior análisis.

El estudio sirve para analizar cómo es y cómo se comporta un fenómeno y sus componentes.

El estudio tiene un método de investigación lógico-inductivo, se empezará con la observación de la información existente, obteniendo conclusiones y premisas lógicas de posibles comportamientos del objeto a utilizar, partiendo de casos particulares para luego llegar a conocimientos generales, permitirá realizar un estudio minucioso de cada variable o factor que interviene.

Población y muestra

En este estudio se analizará información relacionada con emisiones de obligaciones o titularizaciones aplicadas en tres de las compañías más importantes del sector farmacéutico, sus costos incurridos y beneficios obtenidos al aplicar el título o valor, de acuerdo a la información publicada por la superintendencia de compañías.

Al realizar una investigación siempre se determina una muestra, partiendo de la población ya establecida, sin embargo ésta investigación está aplicada a tres empresas específicas y en sector en el mercado y no requiere que se utilice una muestra.

Técnicas de investigación y pasos a utilizar

Los instrumentos de recolección nos permite indagar obteniendo información más a fondo sobre el tema planteado, por tal motivo el instrumento de recolección de datos que utilizaremos en esta investigación será la de observación.

Se analizará información sobre indicadores y estados financieros proporcionados por entes de control, información estadística del mercado de valores publicada por la bolsa de valores, adicional se hará uso de libros, leyes, publicaciones que aporten con información sobre la emisión de obligaciones o emisión de titularización aplicada a una empresa del sector farmacéutico, los costos incurridos y el objetivo de aplicar la emisión en cada compañía.

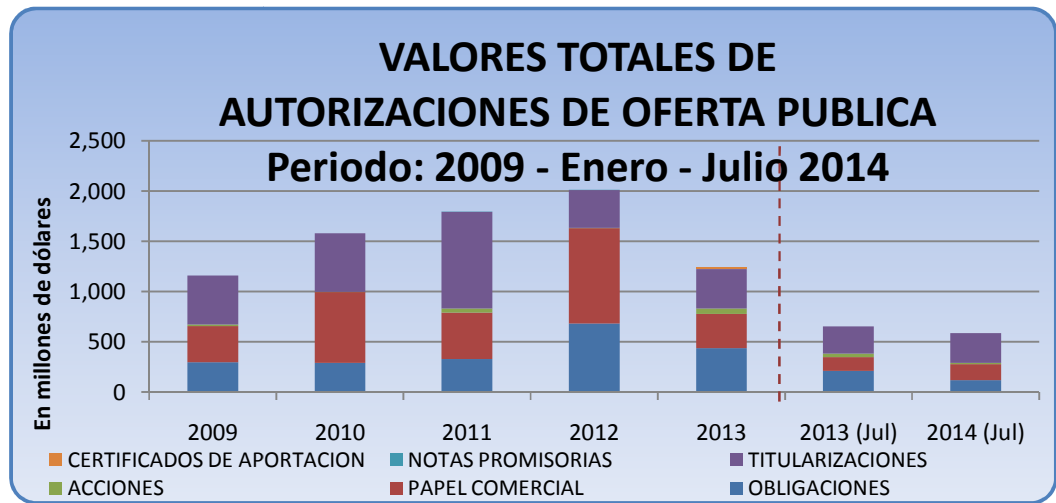
Las compañías sujetas a estudio son Difare S.A., Farcomed S.A. y Farmaenlace Cia. Ltda., empresas activas en el mercado de valores que se dedican exclusivamente a la venta de productos farmacéuticos. Con gráficos y cuadros se

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

expondrá de una mejor forma la información obtenida y la comparación entre aplicar una emisión de obligaciones o aplicar una titularización de flujos futuros.

RESULTADOS

Evolución de la Oferta Pública de Valores emitidos



AUTORIZADAS	2009	2010	2011	2012	2013	2013 (Jul)	2014 (Jul)
OBLIGACIONES	296,30	291,70	324,95	681,74	436,85	210,70	117,85
PAPEL COMERCIAL	359,00	706,00	464,10	950,80	337,70	136,70	156,60
ACCIONES	16,84	0,15	41,48	2,60	57,64	31,96	15,71
CERTIFICADOS DE APORTACION	0,00	0,00	0,00	0,00	15,00	0,00	0,00
TITULARIZACIONES	485,4	582,84	962,37	374,05	389,30	273,00	296,70
NOTAS PROMISORIAS	0,00	0,00	4,26	3,96	0,00	0,00	0,00
TOTAL	1.157,54	1.580,69	1.797,16	2.013,15	1.236,49	652,36	586,86

FUENTE: Consulta de Mercado de Valores
 ELABORACION: Subdirección de Promoción, Orientación y Educación al Inversinista

Figura 2. Gráfico de barras de la evolución de ofertas públicas desde el año 2009 a Julio 2014

Como se puede observar en el año 2014 (julio), en el Ecuador y de manera general, la emisión de obligaciones representa el 20,08%, el papel comercial el

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

26,68% y las titularizaciones representan el 50,56%. Lo que significa que estos mecanismos de financiamiento representan el 97,32% del total de opciones que nos presenta la bolsa de valores.

TRES DE LAS PRINCIPALES EMPRESAS DEL SECTOR FARMACEUTICO DEL ECUADOR EMISION DE TITULOS VALORES

		2002	2004	2005	2009	2011	2012	2013	2014	TOTAL	
Cifras en Millones de Dólares											
DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA 'DIFARE' S.A - ECUAFARMACIAS S.A.	Emisión de Obligaciones	4,0	4,0	4,0		15,0				27,0	50,9%
	Papel Comercial							20,0		20,0	37,7%
	Titularización				6,0					6,0	11,3%
	Suman	4,0	4,0	4,0	6,0	15,0	-	20,0	-	53,0	100,0%
FARMAENLACE CIA. LTDA	Emisión de Obligaciones				3,0			4,0		7,0	60,9%
	Papel Comercial				0,5			4,0		4,5	39,1%
	Titularización									-	0,0%
	Suman	-	-	-	3,5	-	-	8,0	-	11,5	100,0%
FYBECA - SANA SANA	Emisión de Obligaciones									-	0,0%
	Papel Comercial									-	0,0%
	Titularización						12,5		12,5	25,0	100,0%
	Suman	-	-	-	-	-	12,5	-	12,5	25,0	100,0%
TOTAL	Emisión de Obligaciones	4,0	4,0	4,0	3,0	15,0	-	4,0	-	34,0	38,0%
	Papel Comercial	-	-	-	0,5	-	-	24,0	-	24,5	27,4%
	Titularización	-	-	-	6,0	-	12,5	-	12,5	31,0	34,6%
	Suman	4,0	4,0	4,0	9,5	15,0	12,5	28,0	12,5	89,5	100,0%

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborador por el Autor

Tabla #1: Valores emitidos principales compañías sector farmacéutico 2002-2014

La tendencia es al alza, y en el cuadro anterior se muestra como tres de las principales empresas distribuidoras del sector farmacéutico han utilizado permanentemente estos mecanismos, desde el año 2002 al 2014 la emisión de obligaciones y titularizaciones han sido las opciones de títulos de valores con más acogida. Estas opciones de financiamiento cumplen principalmente con el

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

objetivo de ubicar a las empresas en una mejor situación frente a las condiciones, plazos y tasas que ofrece el sistema financiero nacional, y con mucha mayor atención en la posibilidad de adecuarse con respecto a la redefinición de estrategias que le permitan salvar los cambios de políticas gubernamentales a los que están expuestos continuamente.

Objetivos de las principales compañías del sector farmacéutico al momento de emitir obligaciones y titularización (Últimas transacciones)

Condiciones y costos

Frente a estos acontecimientos, las compañías más importantes del sector han incursionado en la bolsa de valores bajo las siguientes condiciones y costos:

En el 2011 Difare S.A. (Pharmacys – Cruz Azul – Comunitarias) realizó emisión de Obligaciones por un monto de 15 millones de dólares; el objetivo logrado con esta emisión fue realizar inversiones para la infraestructura de la compañía, reestructuración de pasivos y capital de trabajo, con las siguientes condiciones:

DIFARE (Emisión de Obligaciones) Año 2011	Serie A	Serie B	Serie C	Serie D
Monto	\$ 4.000.000	\$ 4.000.000	\$ 3.500.000	\$ 3.500.000
Amortización capital	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Desgloses mínimo	\$ 1.000	\$ 1.000	\$ 1.000	\$ 1.000
Plazo (Años)	4	4	5	5
Trimestres	16	16	20	20
Días	1.440	1.440	1.800	1.800
Tasa de Interés	Fija 7.25%	TPR + 2.75%	Fija 7.75%	TPR + 3.00%

Total interés por toda la operación: US\$ 2.857.695,75

Fuente: Sitio Web Superintendencia de Compañías año 2011

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

Tabla #2: Características 4ta emisión Obligaciones Difare

En el 2013 Difare S.A. (Pharmacys – Cruz Azul – Comunitarias) emitió papel comercial por un monto de 20 millones de dólares; el objetivo logrado con esta emisión fue cubrir necesidades de capital de trabajo hasta por un 30% del total de las captaciones, y con el 70% restante sustituir pasivos, con las siguientes condiciones:

DIFARE (Papel Comercial) Año 2013	Sin Series
Monto	\$ 20.000.000
Amortización capital	Venc.cada valor
Intereses	Venc.cada valor
Desgloses mínimo	
Plazo (Años)	1
Trimestres	4
Días	359
Tasa de Interés	0% cero cupon

Total interés por toda la operación:US\$955.214,51

Fuente: Sitio Web Superintendencia de Compañías año 2013

Tabla #3: Características 1era emisión papel comercial Difare

En el 2013 Farmaenlace S.A. (Medicity – Economicas - Superdescuentos) realizó emisión de obligaciones por un monto de 4 millones de dólares. En ese mismo año y de manera conjunta emitió papel comercial por 4 millones de dólares; el objetivo fue financiar el crecimiento de la empresa y dotar de capital de trabajo para llevar a cabo el programa de expansión proyectado, con las siguientes condiciones:

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

FARMAENLACE (Emisión de Obligaciones) Año 2013	Serie A	Serie B
Monto	\$ 2.000.000	\$ 2.000.000
Amortización capital	Trimestral	Trimestral
Intereses	Trimestral	Trimestral
Desgloses mínimo	\$ 5.000	\$ 5.000
Plazo (Años)	3	5
Trimestres	12	20
Días	1.080	1.800
Tasa de Interés	7,50%	7,75%

Total interés pagado por toda la operación: US\$683.583,49

Fuente: Sitio Web Superintendencia de Compañías año 2013

Tabla #4: Características 2da emisión de obligaciones Farmaenlace

En el 2012 Farcomed S.A (Fybeca) realizó una Titularización por 12.5 millones de dólares con el objetivo de reestructurar sus pasivos, capital de trabajo y realización de inversiones, con las siguientes condiciones:

FYBECA (Titularización Flujos Futuros) Año 2012	Serie A	Sub-Serie A1,A2,A3,A4, A5,A6,A7,A8, A9,A10
Monto	\$ 12.500.000	\$ 1.250.000
Amortización capital	Trimestral	Trimestral
Intereses	Trimestral	Trimestral
Desgloses mínimo	\$ 1.000	\$ 1.000
Plazo (Años)	5	5
Trimestres	20	20
Días	1.800	1.800
Tasa de Interés	7,50%	7,50%

Total interés pagado por toda la operación:US\$2.605.369,91

Fuente: Sitio Web Superintendencia de Compañías año 2013

Tabla #5: Características 1era emisión titularización Farcomed

Como se puede observar las condiciones de los financiamientos realizados utilizando los instrumentos de emisión de obligaciones, papel comercial y titularización son diversas; se podría pensar que parecerían ser iguales o por lo

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

menos similares a los que ofrece la banca; sin embargo, así como existen necesidades de largo plazo (atadas a un crecimiento de tasa-riesgo), también existen necesidades de corto plazo (atadas a una disminución de tasa-riesgo); es decir, por ejemplo, que se encontrarán en el mercado de valores una opción de endeudamiento a diez años con una tasa del 7,50% sino probablemente a una tasa del 10% y viceversa. En ambos casos habrá condiciones mejores que las que ofrece la banca, ejemplo: la tasa y el plazo. Es preciso aclarar que lógicamente las empresas deciden sobre condiciones de plazo y tasa que mejor se ajusten a sus intereses de corto y largo plazo (flujo de caja, capacidad de pago, etc.) y que los resultados obtenidos de aplicar estas condiciones sean las más favorables posibles (costo financiero, mejoramiento de la rentabilidad, crecimiento en ventas, simplemente sostenibilidad de las ventas, etc.). Pese a que estén ya emitiendo obligaciones o titularizando también es probable que los bancos en función del movimiento de dinero que genera la empresa, les ofrezcan por lo menos una tasa igual que les permita seguir manteniendo negocios con dichas empresas, implicaciones de la ley de oferta y demanda que se profundizarán en este documento.

Indiscutiblemente los costos de emisión, serán una de las primeras preguntas que se realizarán en torno a la decisión de continuar endeudándose con el sistema financiero nacional, o a través de la emisión de obligaciones, o con la titularización. Para tener una noción de dichos costos a continuación se presenta un cuadro con los costos reales que tuvieron que afrontar las compañías en estudio.

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

**COSTOS DE EMISION DE LAS PRINCIPALES COMPAÑIAS
DISTRIBUIDORAS DEL SECTOR FARMACEUTICO
TOMADAS PARA ESTE ESTUDIO**

Monto de Emisión	15.000.000		20.000.000		4.000.000		12.500.000	
Detalle de gastos del proceso	DIFARE S.A. (Emisión O.) 2011	% respecto total monto emisión	DIFARE S.A. (Papel C.) 2013	% respecto total monto emisión	FARMAE NLACE (Emisión O.) 2013	% respecto total monto emisión	FYBECA (Titulariz. FF) 2012	% respecto total monto emisión
Calificación de Riesgos	38.000	0,25%	14.000	0,07%	4.375	0,11%	15.000	0,12%
Estructuración Financiera y Legal	11.250	0,08%	15.000	0,08%	9.100	0,23%	39.500	0,32%
Colocación Casa de Valores	60.331	0,40%	80.441	0,40%	16.000	0,40%	12.500	0,10%
Piso de Bolsa Representante	13.500	0,09%	32.095	0,16%	3.600	0,09%		0,00%
Obligacionistas	10.500	0,07%	4.000	0,02%	3.500	0,09%		0,00%
Honorarios Agente de Manejo	-	0,00%	-	0,00%		0,00%	75.000	0,60%
Honorario de Auditoria	-	0,00%	-	0,00%		0,00%	10.000	0,08%
Honorario del Notario	-	0,00%	-	0,00%		0,00%	6.000	0,05%
Inscripción RMV	2.500	0,02%	2.500	0,01%	1.500	0,04%	2.500	0,02%
Inscripción y mantenimiento Bolsa	39.000	0,26%	15.000	0,08%	2.288	0,06%	11.250	0,09%
Impresión de Títulos, prospecto, publicación	500	0,00%	500	0,00%		0,00%	2.500	0,02%
Desmaterialización-Gestion Cobro (Decevale)	9.000	0,06%	12.000	0,06%	2.400	0,06%		0,00%
Difusión del Prospecto de Oferta Pública				0,00%	1.500	0,04%	5.000	0,04%
Notarias	500	0,00%	150	0,00%		0,00%		0,00%
Total Costo de Emisión	185.081	1,23%	175.686	0,88%	44.263	1,11%	179.250	1,43%

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborador por: El Autor

Tabla #6: Costos emisión de valores principales compañías del sector farmacéutico 2011-2013

En resumen y a continuación se muestra un cuadro con los costos tanto de intereses como de emisión para establecer el costo total de estas operaciones.

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

**COSTO TOTAL DE EMISION DE LAS PRINCIPALES COMPAÑIAS DISTRIBUIDORAS DEL SECTOR FARMACEUTICO
TOMADAS PARA ESTE ESTUDIO**

Monto de Emisión	15.000.000			20.000.000			4.000.000			12.500.000		
Costo	DIFARE S.A. (Emisión de O.) 2011	% respecto del Total de costos	% respecto del Monto de Emisión	DIFARE S.A. (Papel C.) 2013	% respecto del Total de costos	% respecto del Monto de Emisión	FARMAENLACE (Emisión O.) 2013	% respecto del Total de costos	% respecto del Monto de Emisión	FYBECA (Titulariz. FF) 2012	% respecto del Total de costos	% respecto del Monto de Emisión
Gastos de Intereses	2.857.696	93,92%	19,05%	955.215	84,46%	4,78%	683.583	93,92%	17,09%	2.605.640	93,56%	20,85%
Gastos de Emisión	185.081	6,08%	1,23%	175.686	15,54%	0,88%	44.263	6,08%	1,11%	179.250	6,44%	1,43%
SUMAN	3.042.777	100,00%	20,29%	1.130.901	100,00%	5,65%	727.846	100,00%	18,20%	2.784.890	100,00%	22,28%

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborador por: El Autor

Tabla #7: Costos totales incluido intereses de la emisión valores principales compañías del sector farmacéutico

Índices Financieros de las principales empresas del sector farmacéutico que están utilizando emisión de deuda y titularización

El análisis de los índices financieros de estas tres empresas no se evaluarán desde el punto de vista de sus simples variaciones (aumento o disminuciones), ni de aquello que se tenga que concluir que esto conlleva a una situación buena o mala, no sin esto se deba pensar en que es favorable o desfavorable en ciertas circunstancias puntuales, sino más bien la idea es determinar bajo una reflexión parcializada con respecto del asunto que nos ocupa, si se consiguieron los objetivos planteados y deseados al decidirse e implementar la emisión de los títulos valores. Es válida esta aclaración por cuanto existen múltiples y variadas condiciones con respecto de cada una de las variables internas y externas que estas empresas enfrentan, ejemplo: complejidades del mercado, fortalezas y debilidades económicas y financieras internas, políticas gubernamentales y su impacto en el mercado, etc.

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

Por otro lado, se presentaran los cuadros con los índices financieros de cada una de estas empresas, se estudiarán principalmente las del 2011 y del 2013 por cuanto sería una medida balanceada con respecto de medir los objetivos que se plantearon estas empresas.

DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.		2013	2012	2011	2010	2009
I. LIQUIDEZ	Liquidez Corriente	1,00	1,22	1,21	1,24	1,27
	Prueba Acida	0,50	0,81	0,81	0,84	0,87
II. SOLVENCIA	Endeudamiento del Activo	0,85	0,82	0,83	0,81	0,79
	Endeudamiento Patrimonial	5,66	4,60	4,84	4,24	3,71
	Endeudamiento del Activo Fijo	0,85	1,00	1,80	3,80	3,07
	Apalancamiento	6,66	5,60	5,84	5,24	4,71
	Apalancamiento Financiero	5,02	7,58	6,89	6,11	5,16
III. GESTION	Rotación de Cartera	8,57	6,58	6,08	5,71	5,98
	Rotación de Activo Fijo	15,52	15,88	37,94	97,60	67,96
	Rotación de Ventas	2,83	2,05	2,85	3,17	3,49
	Período Medio de Cobranza	40,79	55,51	60,00	63,89	61,02
	Período Medio de Pago	71,41	82,62	62,64	58,70	59,51
	Impacto Gastos Administración y Ventas	0,17	0,12	0,11	0,11	0,08
	Impacto de la Carga Financiera	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00
IV. RENTABILIDAD	Rentabilidad Neta del Activo (Du Pont)	0,03	0,05	0,07	0,08	0,13
	Margen Bruto	0,20	0,17	0,16	0,16	0,13
	Margen Operacional	0,02	0,03	0,04	0,04	0,02
	Rentabilidad Neta de Ventas (Margen Neto)	0,01	0,02	0,02	0,02	0,04
	Rentabilidad Operacional del Patrimonio	0,39	0,33	0,62	0,70	0,36
	Rentabilidad Financiera	0,23	0,27	0,39	0,41	0,59

Fuente: Superintendencia de Compañías

Tabla #7: Índices financieros 2009-2013 Difare S.A.

En Difare S.A. (Pharmacys – Cruz Azul – Comunitarias) con su emisión de obligaciones por 15 millones y luego en el 2013 por su emisión de papel comercial por un monto de 20 millones, primero de forma amplia y generalizada

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

logró la estabilización de indicadores financieros, pese a todas las variables endógenas y exógenas realizó inversiones para la infraestructura de la compañía por aproximadamente 3,9 millones de dólares (de 4,8 en el 2011 a 8,7 millones de dólares en el 2013), al mismo tiempo sus pasivos pasaron por una reestructuración de 80.5 millones en el 2011 a 143.8 millones de dólares en el 2013, aproximadamente el 50% de este incremento (31 millones) corresponde a proveedores y el otro 50% (30.4 millones) nueva deuda con títulos valores, lo cual tiene lógica, así como aumentan los activos los pasivos también lo hacen, esta circunstancia es un implicación de crecimiento como ciertamente lo fue, pues las ventas pasaron de 396.9 millones en el 2011 a 552.9 millones en el 2013 con un crecimiento de 156 millones (39.3%). Si bien es cierto el capital de trabajo bajó a 5.25 millones en el 2013 con respecto de 19.36 millones en el 2011, no es menos cierto que en el 2011 había un alto grado de liquidez lo que significa que no necesariamente eran eficaces, más por el contrario el 2013 se encuentra que el periodo promedio de cobranzas se situó en 40.79 días 19,21 días promedios mejorados con respecto de los 60 días que mantenía en el 2011; de igual forma los días promedio de pago también pasaron de 62.64 días en el 2011 a 71,41 días en el 2013 lo que mejora el apalancamiento con proveedores en 8.77 días. Por otro lado, estas ventajas han sido aprovechadas a tal punto que existen mejores condiciones para negociar con los proveedores, por lo que el margen bruto pasa del 17% en el 2011 al 20% en el 2013; sin embargo, todo crecimiento trae gastos operacionales y esta no ha sido la excepción o por lo menos al parecer han sido inevitables encaminando el margen neto al 1% en el 2013 después de estar en el 2% en el 2011.

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

FARMAENLACE CIA. LTDA		2013	2012	2011	2010	2009
I. LIQUIDEZ	Liquidez Corriente	1,08	1,27	1,34	1,28	1,46
	Prueba Acida	0,34	0,63	0,74	0,76	0,86
II. SOLVENCIA	Endeudamiento del Activo	0,79	0,79	0,75	0,78	0,68
	Endeudamiento Patrimonial	3,68	3,71	2,93	3,55	2,17
	Endeudamiento del Activo Fijo	1,66	1,53	1,88	1,42	2,25
	Apalancamiento	4,68	4,71	3,93	4,55	3,17
	Apalancamiento Financiero	4,08	5,20	4,32	5,26	3,78
III. GESTION	Rotación de Cartera	14,71	15,37	14,77	10,23	7,59
	Rotación de Activo Fijo	21,66	30,40	32,86	22,02	23,70
	Rotación de Ventas	2,78	2,73	2,86	2,59	2,45
	Período Medio de Cobranza	22,28	23,75	24,71	35,67	48,09
	Período Medio de Pago	82,18	75,60	71,57	69,91	71,10
	Impacto Gastos Administración y Ventas	0,20	0,19	0,18	0,17	0,16
	Impacto de la Carga Financiera	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01
IV. RENTABILIDAD	Rentabilidad Neta del Activo (Du Pont)	0,07	0,08	0,09	0,06	0,09
	Margen Bruto	0,25	0,24	0,23	0,21	0,21
	Margen Operacional	0,04	0,05	0,04	0,04	0,04
	Rentabilidad Neta de Ventas (Margen Neto)	0,02	0,03	0,03	0,02	0,04
	Rentabilidad Operacional del Patrimonio	0,48	0,59	0,45	0,47	0,28
	Rentabilidad Financiera	0,32	0,37	0,37	0,27	0,28

Fuente: Superintendencia de Compañías

Tabla #8: Índices financieros 2009-2013 FarmaenlaceCia. Ltda.

Farmaenlace S.A. (Medicity – Economicas - Superdescuentos) con su emisión de obligaciones del 2013 por un monto de 4 millones de dólares, y en ese mismo año y de manera conjunta emitió papel comercial por 4 millones de dólares; es decir, realizó un combinación de emisiones. Aumentó sus activos fijos en 6 millones pasó de 10,6 millones en el 2011 a 16.6 millones en el 2013, lo que significa que destinaron los recursos con el objetivo de financiar el crecimiento de la empresa, tal como congruentemente aumentaron sus ventas de 119,9 millones en el 2011 a 178,5 millones en el 2011, al contrario que en la empresa anterior, el

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

capital de trabajo aumentó de 1.4 millones en el 2011 a 3.7 millones en el 2013. El margen bruto se incrementó en dos puntos porcentuales en el 2013, ubicándose en el 25% con respecto del 2011 que se ubicó en 23%, al igual que lo ocurrido en Difare, Farmaenlace también afronta el incremento de sus gastos operacionales y por tanto el margen neto cae del 3% en el 2011 al 2% en el 2013. Si bien es cierto Farmaenlace no reestructuró pasivos, tampoco es menos cierto que con estas emisiones cerró o desplazó la posibilidad de acrecentar su endeudamiento tradicional con la banca, en todo caso sus indicadores de endeudamiento se encuentran en la misma tendencia (moderada) desde el 2009 hasta el 2013, la deuda corriente que pudo tener con la banca fue ocupada por nueva deuda en la emisión de títulos valores. Uno de los índices que cae drásticamente es el de prueba ácida, lo cual no es necesariamente malo y la razón principal es el aumento de inventarios que pasó de 19 millones en el 2011 a 32.8 millones en el 2013, como consecuencia del crecimiento en ventas es razonable que también crezca el inventario disponible para la venta; por otro lado, aunque no haya mejorado sus días promedio de cobro, este índice es mejor de aquel que muestra Difare (40 días 2013, 55 días 2011), ubicándose en 22.28 días promedio en el 2013, que desde ya es una gran ventaja. Se apalancó con los proveedores de tal forma que sus días promedio de pago mejoraron en 10,61 días pasando de 71,57 días promedio de pago en el 2011 a 82.18 días promedio en el 2013.

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

FARMACIAS Y COMISARIATOS DE MEDICINAS SA FARCAMED		2013	2012	2011	2010	2009
I. LIQUIDEZ	Liquidez Corriente	0,79	1,33	1,47	1,41	1,42
	Prueba Acida	0,32	0,96	1,03	1,03	1,04
II. SOLVENCIA	Endeudamiento del Activo	0,80	0,75	0,68	0,71	0,70
	Endeudamiento Patrimonial	3,88	3,07	2,15	2,43	2,38
	Endeudamiento del Activo Fijo	0,51	0,60	0,94	1,15	1,18
	Apalancamiento	4,88	4,07	3,15	3,43	3,38
	Apalancamiento Financiero	2,58	6,21	3,74	4,14	3,83
III. GESTION	Rotación de Cartera	19,20	32,27	29,28	11,28	12,21
	Rotación de Activo Fijo	4,43	6,42	8,59	22,22	18,79
	Rotación de Ventas	1,80	1,93	2,10	2,29	2,15
	Período Medio de Cobranza	8,72	11,31	12,47	32,36	29,90
	Período Medio de Pago	80,53	50,36	46,98	49,63	54,47
	Impacto Gastos Administración y Ventas	0,26	0,25	0,22	0,19	0,18
	Impacto de la Carga Financiera	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
IV. RENTABILIDAD	Rentabilidad Neta del Activo (Du Pont)	0,01	0,04	0,09	0,09	0,13
	Margen Bruto	0,29	0,29	0,31	0,30	0,31
	Margen Operacional	0,02	0,02	0,06	(0,00)	0,02
	Rentabilidad Neta de Ventas (Margen Neto)	0,01	0,02	0,04	0,04	0,06
	Rentabilidad Operacional del Patrimonio	0,16	0,13	0,37	(0,01)	0,14
	Rentabilidad Financiera	0,07	0,15	0,29	0,30	0,45

Fuente: Superintendencia de Compañías

Tabla #9: Índices financieros 2009-2013 Farcomed S.A.

Farcomed S.A (Fybeca) realizó en el 2012 una titularización por 12.5 millones de dólares, igual que los casos anteriores Farcomed no solo que reestructuró sus pasivos sino que aumentaron principalmente por la emisión de títulos valores, quedando otra vez la banca desplazada, se puede observar este comportamiento en el índice de endeudamiento del activo que pasa de 0.68 en el 2011 a 0.80 en el 2013. Al igual que en los casos anteriores, al revisar el índice de liquidez se encuentra que decrece en un 46.3%, de 1.47 en el 2011 a 0.79 en el 2013, siendo el inventario el 46.3% del total de activos corrientes en el 2013. Del

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

mismo modo los activos fijos solo en el 2012 crecen en 3.6 millones y las ventas subieron 26.9 millones ubicándose en 252.2 millones en el 2011 y 279.1 en el 2013 que a diferencia de los casos anteriores crece de forma más lenta; Sin embargo, esta es la empresa que mejor se ubica en cuanto a días promedio de cobro y días promedio de pago, de tal forma que para el 2013 sus días promedio de cobro son de 8.72 días y para ese mismo año sus días promedio de pago son de 80.53 días, estos último índices son los que aportan para que sus índices de liquidez se encuentren muy bajos, lo que no necesariamente es malo; es decir, el saldo de los pasivos corrientes corresponden a deuda que se pagará entre los 80 días inmediatamente posteriores, mientras que el saldo que se encuentran en ese mismo momento en las cuentas por cobrar corresponden a cobros que se tendrán que realizar no después de entre los 9 días inmediatamente posteriores, en todo caso es completamente favorable que la rotación de las cuentas por cobrar sea más rápida que las obligaciones de pago corrientes. Ésta es otra de las razones por las que también caen tanto la prueba ácida drásticamente de 1,03 en el 2011 a 0.32 en el 2013; como el capital de trabajo que se ubica en -20.5 millones en el 2013. Al final Farcomed no se quedó atrás de la competencia y también se expandió aunque de una forma un poco menos conservadora o por lo menos eso insinúan sus índices financieros.

DISCUSIÓN

Antes de entrar a la discusión de los resultados, se presentará adicionalmente una simulación del estado de situación financiera y del estado de resultado integral, con el debido registro del antes y después de la emisión de obligaciones (largo plazo), así como de la titularización a efectos de realizar un

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

análisis comparativo, donde se reflejen las variaciones, cambios y sus principales índices financieros.

Las condiciones a simular son:

EMISION DE OBLIGACIONES	TITULARIZACION
Seria A: \$10.000.000	Seria A: \$10.000.000
Plazo: 4 años	Plazo: 4 años
Tasa: 8.00%	Tasa: 8.00%
Seria B: \$10.000.000	Seria B: \$10.000.000
Plazo: 5 años	Plazo: 5 años
Tasa: 8.25%	Tasa: 8.25%
Pagos: Trimestrales	Pagos: Trimestrales

Elaborado por: El Autor

Tabla #10: Aplicación simulada de emisión de títulos valores

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

Compañía del sector farmacéutico Estado de Situación Financiera	Con Emisión de Obligaciones 4 y 5 años				Con Titularización de flujos futuros 4 y 5 años			
	ago-14	dic-19	Variación \$	Variación n %	ago-14	dic-19	Variación \$	Variación %
ACTIVOS	211.939.109	211.642.695	-296.414	-0,14%	211.939.109	211.769.459	-169.650	-0,08%
Corrientes	159.694.920	159.398.506	-296.414	-0,19%	159.694.920	159.525.269	-169.650	-0,11%
Efectivo y equivalentes de efectivo	2.956.581	2.660.167	-296.414	-10,03%	2.956.581	2.286.931	-669.650	-22,65%
Activos financieros	0	0	0		0	500.000	500.000	
Otros activos corrientes	156.738.339	156.738.339	0		156.738.339	156.738.339	0	
No corrientes	52.244.189	52.244.189	0		52.244.189	52.244.189	0	
Ctas.cobrar com. y otras ctas.cob.no corrientes	3.960.663	3.960.663	0		3.960.663	3.960.663	0	
Propiedades y equipos	35.512.405	35.512.405	0		35.512.405	35.512.405	0	
Propiedades de inversión	7.419.545	7.419.545	0		7.419.545	7.419.545	0	
Otros activos no corrientes	5.351.578	5.351.578	0		5.351.578	5.351.578	0	
PASIVOS	180.616.286	175.212.394	-5.403.892	-2,99%	180.616.286	175.387.714	-5.228.572	-2,89%
Corrientes	153.886.113	131.282.221	-22.603.892	-14,69%	153.886.113	131.457.541	-22.428.572	-14,57%
Instituciones financieras	22.556.256	2.556.256	-20.000.000	-88,67%	22.556.256	2.556.256	-20.000.000	-88,67%
Proveedores	95.990.912	87.990.912	-8.000.000	-8,33%	95.990.912	88.190.912	-7.800.000	-8,13%
Terceros	12.435.386	15.031.494	2.596.108		12.435.386	15.006.814	2.571.428	
Provisiones	929.950	929.950	0		929.950	929.950	0	
Otros pasivos financieros	21.973.610	21.973.610	0		21.973.610	21.973.610	0	
Porcion corriente de emisiones	0	2.800.000	2.800.000		0	2.800.000	2.800.000	
No corrientes	26.730.173	43.930.173	17.200.000	64,35%	26.730.173	43.930.173	17.200.000	64,35%
Instituciones financieras largo plazo	12.708.333	12.708.333	0	0,00%	12.708.333	12.708.333	0	0,00%
Terceros a largo plazo	4.490.000	4.490.000	0	0,00%	4.490.000	4.490.000	0	0,00%
Provisiones a largo plazo	9.531.840	9.531.840	0	0,00%	9.531.840	9.531.840	0	0,00%
Obligaciones por emisiones	0	17.200.000	17.200.000	0,00%	0	17.200.000	17.200.000	0,00%
PATRIMONIO	31.322.824	36.430.301	5.107.477	16,31%	31.322.824	36.381.745	5.058.922	16,15%
Capital	11.689.200	11.689.200	0		11.689.200	11.689.200	0	
Reservas	9.633.631	9.633.631	0		9.633.631	9.633.631	0	
Reserva Legal	5.844.600	5.844.600	0		5.844.600	5.844.600	0	
Otras Reservas	3.789.031	3.789.031	0		3.789.031	3.789.031	0	
Resultados	9.999.993	15.107.470	5.107.477		9.999.993	15.058.915	5.058.922	
Resultados ejercicios anteriores	1.400.000	1.400.000	0		1.400.000	1.400.000	0	
Resultados ejercicio actual	8.599.993	13.707.470	5.107.477		8.599.993	13.658.915	5.058.922	
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	211.939.110	211.642.695	-296.414		211.939.110	211.769.459	-169.650	

Elaborado por: El Autor

Tabla #11: Proyección comparativa estado situación financiera

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

Compañía del sector farmacéutico

Estado de Resultado Integral

	Con Emisión de Obligaciones 4 y 5 años		
	ago-14	dic-14	% Anal.V
Ingresos	390.009.091	585.013.636	100,00%
Costo de Ventas	314.486.743	471.730.115	80,64%
Utilidad Bruta	75.522.348	113.283.521	19,36%
Margen Bruto	0	0	
Gastos Operacionales	59.281.382	88.922.073	15,20%
Costos Emisión Obligaciones/Titularización	0	206.064	
Utilidad Operacional UAI	16.240.966	24.155.385	4,13%
Gastos Financieros	3.269.634	3.209.634	0,55%
Intereses Emisión Obligaciones/Titularización	0	270.833	0,05%
Utilidad antes de Impuestos y Part Trabajad	12.971.331	20.674.917	3,53%
15% Trabajadores	1.945.700	3.101.238	0,53%
Utilidad antes de Impuestos	11.025.632	17.573.680	3,00%
22% Impuesto a la renta	2.425.639	3.866.210	0,66%
Utilidad Neta	8.599.993	13.707.470	2,34%

	Con Titularización de flujos futuros 4 y 5 años		
	ago-14	dic-19	% Anal.V
Ingresos	390.009.091	585.013.636	100,00%
Costo de Ventas	314.486.743	471.730.115	80,64%
Utilidad Bruta	75.522.348	113.283.521	19,36%
Margen Bruto	19,36%	19,36%	
Gastos Operacionales	59.281.382	88.922.073	15,20%
Costos Emisión Obligaciones/Titularización	0	279.300	
Utilidad Operacional UAI	16.240.966	24.082.149	4,12%
Gastos Financieros	3.269.634	3.209.634	0,55%
Intereses Emisión Obligaciones/Titularización	0	270.833	0,05%
Utilidad antes de Impuestos y Part Trabajad	12.971.331	20.601.681	3,52%
15% Trabajadores	1.945.700	3.090.252	0,53%
Utilidad antes de Impuestos	11.025.632	17.511.429	2,99%
22% Impuesto a la renta	2.425.639	3.852.514	0,66%
Utilidad Neta	8.599.993	13.658.915	2,33%

Elaborado por: El Autor

Tabla #11: Proyección comparativa estado resultado integral

	Con Emisión de Obligaciones 4 y 5 años		Con Titularización de flujos futuros 4 y 5 años	
Liquidez Corriente	1,0377	1,2142	1,0377	1,2135
Prueba Acida	0,5173	0,6041	0,5173	0,6043
Endeudamiento del Activo	0,8522	0,8279	0,8522	0,8282
Impacto Gastos Administración y Ventas	15,20%	15,24%	15,20%	15,25%
Impacto de la Carga Financiera	0,84%	0,59%	0,84%	0,59%
Rentabilidad Neta de Ventas (Margen Neto)	2,21%	2,34%	2,21%	2,33%

Elaborado por: El Autor

Tabla #12: Comparación índices financieros aplicando los dos métodos

Como se puede observar las condiciones de tasa y plazo pueden ser las mismas en cada caso, por lo que, el impacto de aplicar tanto la emisión de obligaciones como la titularización puede ser el mismo, solo varían los costos de emisión; sin embargo, el gran volumen de dinero de estas transacciones, hace que la relación porcentual de los costos de emisión respecto del monto de emisión sea muy pequeño.

Por otro lado al revisar lo realizado por la empresas puestas a estudio, encontramos que para los costos de emisión, el techo (que incluye el interés más

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

los gastos de emisión) fue para cada caso como sigue: de 20.29% para la emisión de obligaciones (largo plazo) por 5 años techo, de 22.28 para la titularización a 5 años, y por último de 5.65% para el papel comercial (emisión de obligaciones de corto plazo) por el tiempo de 1 año.

Ahora bien, como es lógico, la justificación de estas decisiones está directamente relacionada con el destino o utilización de estos financiamientos. De manera que teniendo estas decisiones un impacto muy significativo, se debe entender que no son otra cosa que respuestas a las estrategias de negocios planteadas. Cabe por tanto, poner mucha atención a las circunstancias que impulsan a estas empresas a guiar sus negocios a situaciones como las que se han observado.

Peculiarmente el mercado farmacéutico, y según la revisión de su evolución, ha estado en continuo crecimiento, de modo que desde hace poco más de una década, las empresas de este sector comenzaron a financiarse a través de la emisión de estos títulos valores como una alternativa para obtener algunos puntos porcentuales a favor, en pos de reducir sus costos financieros, ya que se trata de negocios con muy altos volúmenes y con muy bajos márgenes netos, lograr un punto porcentual adicional en el margen neto, resulta muy alentador.

Indiscutiblemente estas empresas deciden destinar sus recursos en infraestructura, restructuración y sustitución de pasivos, y aumento del capital de trabajo. No es coincidencia, todas responden al comportamiento del mercado; cuando el mercado está en crecimiento todos quieren una gran parte de ese crecimiento, esa es la razón por la que desean expandirse e invertir en

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

infraestructura, incrementar su capital trabajo para adquirir inventario, en respuesta a grandes posibilidades de una mayor venta, y por último a reestructurar sus deudas o sustituirlas por otras que ofrezcan mayores plazos, a tasas más bajas que redunden en el mejoramiento de la utilidad y en la liberación de recursos, para reasignarlos como capital de trabajo.

En la actualidad, este sector se ubica frente a grandes cambios en la política gubernamental en temas de salud, manejo de monopolios, oligopolios, y regulación de precios, existen altas probabilidades de una desaceleración incluso de un decremento o contracción de este mercado y por ende en la participación que corresponda exclusivamente a las empresas de capital privado que ahí actúan. Es en este momento las empresas cambian la estrategia de negocio y deciden ya no expandirse y ser más conservadores en el manejo del capital de trabajo, frente aquello y ante una amenaza de reducción de sus ventas, los financiamientos de corto plazo son prohibidos, por lo que es casi seguro que el mecanismo del papel comercial perderá su popularidad para este sector.

Mientras tanto, debería urgir la necesidad de sustituir las deudas de corto plazo por deudas de mayor plazo, así como, realizar las acciones necesarias para tratar de mantener el nivel de ventas. Esta es la razón para que las empresas opten por la emisión de obligaciones y la titularización.

En términos de sensibilidad, lo anteriormente expuesto sería un escenario medio, pudiera haber uno peor al que se denominará escenario bajo, y uno mejor que el escenario medio que se denominará escenario alto. Ahora bien, como una medida para enfrentar adversidades y salvarse al incursionar en un escenario bajo,

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

es necesario un “plan b”, un plan que ayude a mantenerse financieramente; incluso por el contrario, si se mejoran las condiciones de mercado también es necesario un “plan b” que permita financieramente aprovechar las oportunidades de mejora que se presenten. En ese sentido y volviendo al escenario actual (escenario medio), lo ideal sería utilizar la emisión de obligaciones (largo plazo) hasta agotar las fuentes de financiamiento, y el “plan b” sería evitar utilizar la titularización como fuente de financiamiento, la razón es simple, hay que recordar que la titularización requiere obligatoriamente garantías reales, mientras que en la emisión de obligaciones no se requieren, esta es una gran ventaja. En caso de que las cosas no vayan bien, estas garantías reales servirán para obtener financiamiento adicional con amplias probabilidades de conseguirlo.

CONCLUSIONES

Frente a la decisión de elegir entre la emisión de obligaciones (largo plazo) y una titularización, como mecanismos de financiamiento, en una empresa distribuidora del sector farmacéutico se concluye que:

Se debe considerar aspectos generales de concomitancia: el sector farmacéutico genera excedentes activos circulantes, propicio para el aseguramiento de la aprobación por parte de la superintendencia de compañías, para la utilización de ambos mecanismos de financiamiento, pueden ser iguales tanto en tasas como en plazos, relativamente tienen el mismo tiempo en implementarse y colocarse, y su viabilidad y autorización está ligada a la calificación de riesgo del negocio.

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

Bajo las consideraciones generales, sin duda la mejor fuente de financiamiento, entre estos dos títulos valores, es la emisión de obligaciones; sin embargo, se deberá elegir según corresponda:

1. Elegir emitir obligaciones (largo plazo):

Cuando no se desee comprometer garantías reales, estas puedan ser utilizadas para la obtención de financiamiento en tiempos difíciles.

Cuando el objetivo que impere sea el de reducir el costo financiero (por ser menos costosa que la emisión de obligaciones).

Cuando el objetivo es disminuir al máximo los tiempos de recuperación del efectivo (la titularización implica la entrega total de los recursos comprometidos al fideicomiso, y éste tarda, en el mejor de los casos, hasta 30 días en devolver el excedente)

2. Elegir Titularización:

Cuando se desee mejorar la calificación de riesgo para futuras emisiones (las garantías reales y la creación del fideicomiso minimiza el riesgo)

Cuando en función de la conveniencia de cualquier índole se acompañe en conjunto con una emisión de obligaciones.

En todos los demás casos cuando se haya agotado la posibilidad de endeudamiento a través de la emisión de obligaciones.

Bibliografía

Ayala, M. R. (2014). *El Mercado Farmacéutico en el Ecuador: Diagnóstico y Perspectiva*. Guayaquil: E+E Espae y Empresa .

Block, S. B., & Hirt, G. A. (2008). *Fundamentos de Administración Financiera*. Mexico: Programas Educativos S.A. de C.V.

Bolsa de Valores de Quito. (09 de 2014). *Qué se negocia*. Recuperado el 09 de 2014, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/que-se-negocia/>

Bolsa de Valores Quito. (09 de 2014). *Actualidad Mercado de Valores*. Recuperado el 09 de 2014, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/mision-vision-y-actualidad/>

Bolsa de Valores Quito. (09 de 2014). *El Mercado de Valores*. Recuperado el 09 de 2014, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores/>

Clermont Muñoz. (09 de 2014). *Análisis Financiero*. Obtenido de http://www.espae.espol.edu.ec/images/FTP/UG_FIN_003.pdf

Corporacion GPF. (09 de 2014). *Nuestra Historia*. Obtenido de <https://www.corporaciongpf.com/>

Decevale. (09 de 2014). *Información general*. Obtenido de <http://www.decevale.com/>

Ecuador invierte. (09 de 2014). *Titularización, un Boom*. Obtenido de <http://www.ecuadorinvierte.com/bolsa-de-guayaquil/titularizacion-un%C2%93boom>

ENFARMA EP. (09 de 2014). *La Institución*. Recuperado el 09 de 2014, de <http://www.farmacos.gob.ec/enfarma/>

Farmaenlace. (09 de 2014). *Quienes somos*. Obtenido de <http://www.farmaenlace.com/farmaenlace/quienes-somos/resena-historica>

Grupo Difare. (09 de 2014). *Quienes somos*. Obtenido de <http://www.grupodifare.com/quienesomos.aspx>

Horngren, C. T., Sundem, G. L., & Elliott, J. A. (2000). *Introducción a la contabilidad financiera*. México: Pearson Educación de México, S.A.de C.V.

Intendencia de Mercado de Valores. (Septiembre, 2006). *Guía Estudiantil de Mercado de Valores*. Quito: 1era Edición.

Ley de Mercado de Valores. (22 de 02 de 2006). *Registro Oficial Suplemento 215* .

Reglamento General para la fijación, revisión y control de los precios de los medicamentos de uso humano. (01 de 06 de 2011). *Decreto ejecutivo 777* . Quito, Pichincha, Ecuador.

EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACION COMO MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR FARMACEUTICO EN EL ECUADOR

Ross, S. A., & Westerfield, R. W. (2012). *Finanzas Corporativas*. Mexico: Programas Educativos S.A. de C.V.

Superintendencia de Compañías. (18 de 11 de 2013). Circular oferta pública de Papel Comercial Difare. Guayaquil, Guayas, Ecuador.

Superintendencia de Compañías. (09 de 2014). *Glosario de Terminos*. Recuperado el 09 de 2014, de <http://181.198.3.74/wps/wcm/connect/b761b546-7dbf-4fb0-8fe7-eb2d88d25c13/Glosariomv.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=b761b546-7dbf-4fb0-8fe7-eb2d88d25c13>

Superintendencia de Compañías. (09 de 2014). *Mercado de Valores*. Recuperado el 09 de 2014, de <http://www.supercias.gob.ec/portal/>