



“Efectos de Comercio en Chile”

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: María José Ausensi

Profesor Guía: José Luis Ruiz

Santiago, agosto 2012

Resumen Ejecutivo

Dos cambios en las regulaciones de mercado han impulsado el crecimiento del mercado nacional de efectos de comercio en Chile. Los efectos de comercio en el mercado internacional son principalmente emitidos por compañías financieras, bancos y sociedades no financieras. En el mercado nacional, los montos emitidos se correlacionan positivamente con las ganancias, y negativamente con la flexibilización de la oferta de créditos comerciales.

Abstract

Two changes in market regulations have driven market growth commercial papers in Chile. Commercial papers on the international market are mainly issued by financial companies, banks and financial corporations. In the domestic market, amounts issued are positively correlated with income and negatively with the flexibility of the supply of credit.

Índice

Introducción	1
Revisión Bibliográfica	2
<i>Mercado Internacional</i>	2
<i>Mercado Nacional</i>	6
Desarrollo Hipótesis	14
Datos y Metodología	15
Resultados Empíricos	18
Resumen y Conclusiones	22
Bibliografía	23
Anexos	25

Introducción

La literatura no entrega explicaciones adecuadas para el comportamiento y la existencia de las finanzas de efectos de comercio en Chile, ni sobre el futuro desarrollo de estos en nuestro país. Las características econométricas de estos títulos y las circunstancias en que sus emisiones caen o aumentan tampoco han sido analizadas. Este estudio busca explicar tales interrogantes, ya que los efectos de comercio son la única forma de transar deuda pública en el corto plazo por corporaciones. Este artículo describe las principales características de los efectos de comercio, en él se encontrará una revisión y diagnóstico del mercado nacional actual, y las razones de su resurgimiento como alternativa de financiamiento. La primera sección describe las principales características de los efectos de comercio, participantes en el mercado, incluyendo emisores, tanto como para el mercado internacional como para el nacional. La segunda sección desarrolla las principales interrogantes que plantea este trabajo. La tercera sección revisa las características de la base de datos utilizada para el análisis del mercado nacional. La cuarta sección desarrolla un modelo econométrico para fundamentar las hipótesis de la sección previa. La quinta sección señala las principales conclusiones del estudio.

1. Revisión Bibliográfica

Mercado Internacional

A diferencia del mercado chileno, los efectos de comercio son un instrumento financiero con una larga historia en Estados Unidos. Un tema clave para entender el crecimiento de estos títulos en relación a los préstamos bancarios, es que las condiciones de mercado hicieron los préstamos de los bancos relativamente caros. O Viceversa, también pueden desaparecer debido a la consolidación de los bancos.

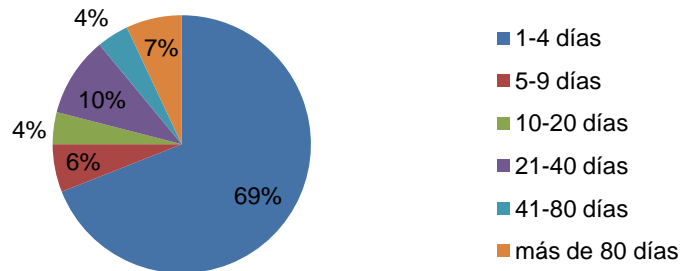
Con respecto a los emisores, estos son capaces de emitir grandes cantidades de fondos, sin encontrarse asociado este monto a grandes costos de emisión, lo cual se asocia a características de eximición presentes en este mercado.

Para acceder a tales beneficios, se necesita que el instrumento cumpla con ciertas características. Entre estos requisitos es posible nombrar:

- El vencimiento del efecto de comercio debe ser menor a 270 días, este vencimiento puede ser adaptado a las necesidades de los prestamistas. Muchos inversionistas reinvierten en sus efectos de comercio, financiando más o menos una suma constante de sus activos con efectos de comercio. Además, es posible observar que la mayoría de estos títulos tienen un vencimiento en el “muy corto plazo”. (Figura 1)
- Los títulos no deben ser un tipo de título comprados por el público general.
- Las ganancias de una emisión deben ser usadas para financiar “transacciones corrientes”, lo cual incluye los gastos de operación y gastos de activos corrientes como cuentas por cobrar y existencias. Lo recaudado no puede financiar activos fijos, como plantas y equipo. Las firmas pueden financiar construcción siempre y cuando el financiamiento de los efectos de comercio sea temporal, y lo que quede sea financiado con bonos, préstamos bancarios o generación interna de flujo de caja.

Figura 1

**Emisión de Efectos de Comercio por tipo de madurez
2008**

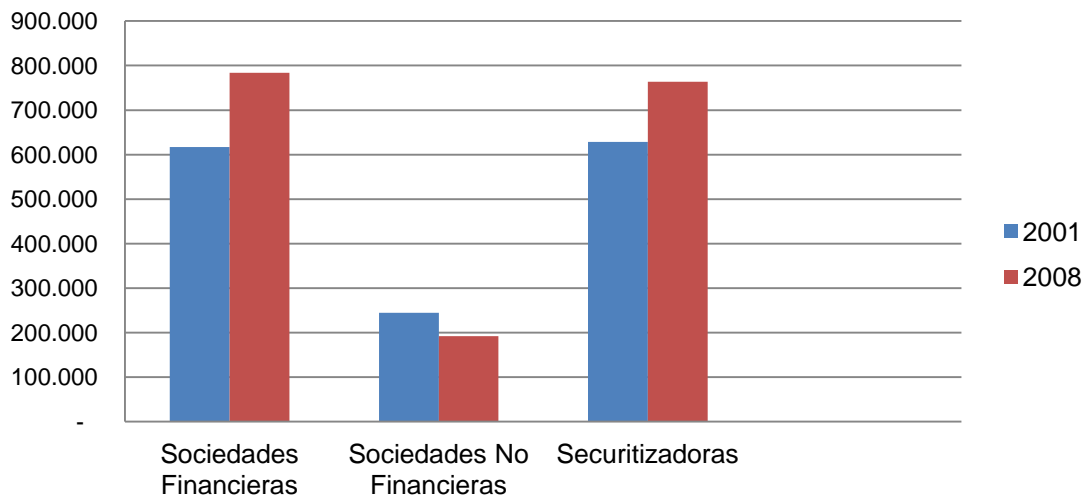


Fuente: Anderson, Richard and Gascon, Charles. "The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crisis"

Entre los principales emisores del mercado estadounidense, destacan: Sociedades financieras, Sociedades No financieras y Securitizadoras.

Figura 2

**Efectos de Comercio por tipo de emisor
Cifras en MM USD**



Fuente: Anderson, Richard and Gascon, Charles. "The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crisis"

Es importante mencionar que la categoría de emisor financiero incluye las compañías de seguro, sociedades de valores y bancos. Entre los distintos usos de las emisiones de los efectos de comercio, es posible mencionar que las primeras los emiten para financiar primas y gastos operacionales. Entre los usos dados por las sociedades no financieras, destaca el financiamiento del capital de trabajo y gastos operacionales. Los bancos comerciales emiten efectos de comercio para financiar gastos operacionales y actividades no bancarias.

Como principales inversionistas es posibles nombrar: sociedades financieras (38,3%), empresas extranjeras (14,6%), y gobierno (7,7%) (Ver Cuadro 1). Los inversionistas prefieren títulos emitidos por grandes empresas con una trayectoria conocida, estrategias de financiamiento conservadoras y ganancias estables.

Cuadro 1

Principales Tenedores de Efectos de Comercio

Porcentaje

	1952-1971	1972-1991	1992-present	2008
Cooperativas	-	18,2	34,7	38,5
Sociedades financieras	3,3	11,5	12,9	23,0
Sector extranjero	15,6	4,6	9,5	14,6
Gobierno	-	-	8,1	7,7
Brokers y Dealers	-	4,7	3,0	4,1
Fondos Mutuos	3,3	2,6	5,7	3,3
Compañías de seguros de vida	2,2	7,5	5,2	2,7
Fondos de pensión privados	-	8,2	2,8	2,3
Fondos Gubernamentales de retiro	-	0,8	3,2	2,0
Bancos Comerciales	18,4	7,5	0,4	0,9
Organizaciones sin fines de lucro	42,7	23,3	8,2	0,7
Negocios corporativos agrícolas (no financieros)	14,0	9,0	4,0	0,3
Autoridad Monetaria	0,5	-	-	-
Instituciones de Ahorro	-	1,2	-	-
Uniones de crédito	-	0,1	0,1	-
Empresas no patrocinadoras de Gobierno	-	0,6	2,1	-

Fuente: Anderson, Richard and Gascon, Charles. "The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crisis"

La mayoría de las empresas colocan sus títulos a través de agencias colocadoras, las cuales compran los efectos de comercio y los revenden al público. En su mayoría estas agencias son subsidiarias de bancos de inversión o compañías controladoras de bancos.

El colocador es el contacto entre el emisor con el inversionista, además este provee información importante de las condiciones de mercado, entre otras cosas. Estos “distribuidores” no mantienen efectos de comercio en “*stock*”, sólo prestan un servicio a los emisores, cobrando una comisión por ello. Las agencias colocadoras están dispuestas a colocar efectos de comercio con la esperanza de que esto generará clientes para instrumentos más rentables como la suscripción de bonos¹.

Además es importante señalar, que los bancos han jugado un papel importante en el mercado de títulos a corto plazo. Estos han actuado como agentes directos y distribuidores de estos a través del uso de notas, teniéndolas como custodia, facilitando los pagos a través del uso de fondos federales, y entregando líneas de crédito.

Los efectos de comercio emitidos por bancos comerciales son considerados como depósitos y están sujetos a encajes y límites de tasas de interés, así como a una prima por el Seguro de Depósitos Federal.

La mayoría de las emisiones de efectos de comercio tienen calificaciones de riesgo de una o más agencias calificadoras, entre ellas destacan: Moody’s, Standard & Poor’s, Duff & Phelps y Fitch. Estas calificaciones permiten al inversionista comparar los riesgos de las distintas emisiones. Los análisis están basados principalmente en el historial y proyección de resultados operativos de la empresa, estructura financiera, calidad de la gerencia y características de la empresa. Los emisores con buena calificación tienen fondos en efectos de comercios, por ser menos costosos que los préstamos bancarios, de esta forma las calificaciones de los prestatarios influirán en los costos de sus préstamos. La calidad de los emisores en Europa no es tan buena como en el mercado americano, las calificaciones no han sido cruciales en el mercado Europeo a diferencia del mercado de EEUU.

Casi todos estos títulos tienen asociados “líneas de respaldo”, las cuales son emitidas por bancos y requeridas por las agencias calificadoras. Estas mejoran la liquidez y así es más fácil para las empresas obtener alternativas de financiamiento en el caso eventual de que las empresas tengan dificultades con sus pagarés.

¹ Gould. “Banks and the Commercial Paper Market”

Mercado Nacional

Los efectos de comercio se emiten para financiar operaciones del giro del negocio de la empresa o, para financiar exclusivamente el pago de los efectos de comercio que estén por vencer, bajo una misma línea de efectos de comercio vigente, esta estructura es lo que se conoce como revolving², es decir, los pagos se realizan con lo recaudado en las nuevas emisiones.

Los efectos de comercio tienen asociado una línea de emisión para un período no superior a 10 años, el monto total a pagar por concepto de timbres y estampillas es equivalente a un 1,608% del monto total de la línea inscrita, de modo que una vez colocado tal nivel, todas las demás emisiones que se efectúen durante el período indicado, quedan exentas del pago de este impuesto. Es importante señalar que la última emisión de los títulos de una línea podrá tener un vencimiento posterior a los 10 años.

Esta última modificación, en el año 2001, fue gracias a la ley N° 19.768 de reforma al mercado de capitales. Previo a esta ley, existía un mayor costo de emisión asociado a las emisiones de efectos de comercio, debido a que se debía pagar el impuesto de timbres y estampillas cada vez que se llevaba a cabo una emisión. Razón suficiente para que entre Enero 2000 y Septiembre 2002 no hubiesen colocaciones de efecto de comercio, “las emisiones de deuda corporativa fueron efectuadas en su totalidad vía emisiones de bonos a largo plazo, no registrándose emisiones de corto plazo por medio de efectos de comercio”.³

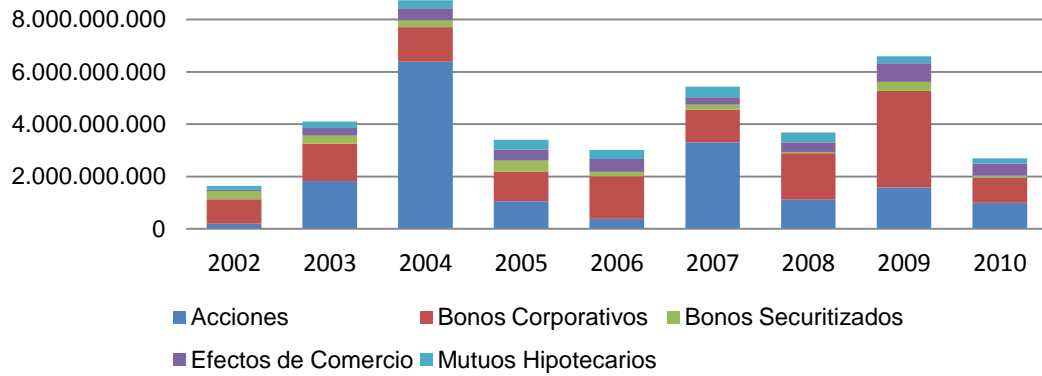
Este nuevo tratamiento tributario, ha permitido un resurgimiento de los efectos de comercio como alternativa de financiamiento, respecto a otros instrumentos. (Ver Figura 3, 4 y 5)

² El hecho de que existan menos líneas de efectos de comercio que emisiones es producto de la estructura de revolving que utilizan las empresas para financiarse con estos instrumentos.

³ Feller Rate Clasificadora de Riesgo. “Efectos de Comercio: Una alternativa válida de financiamiento”.

Figura 3

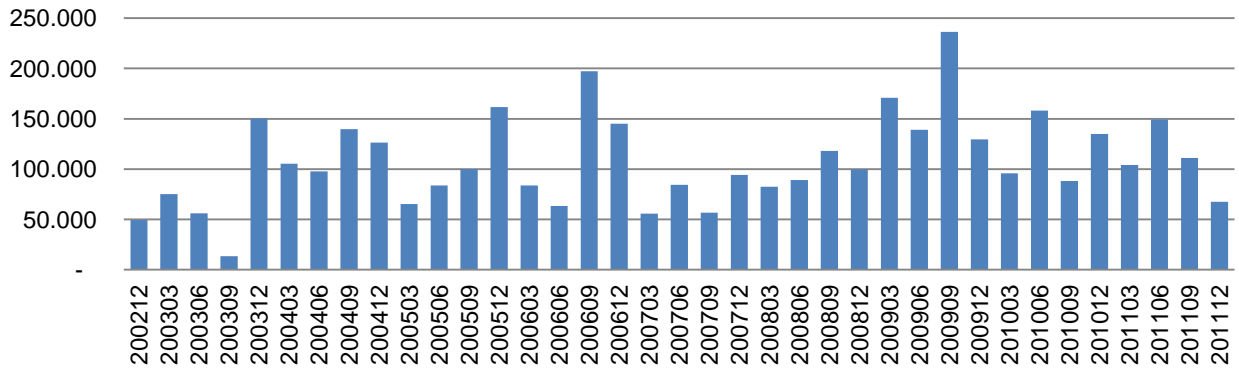
Monto colocado según instrumento
Cifras en MM\$



Fuente: Elaboración propia. Superintendencia de Valores y Seguros.

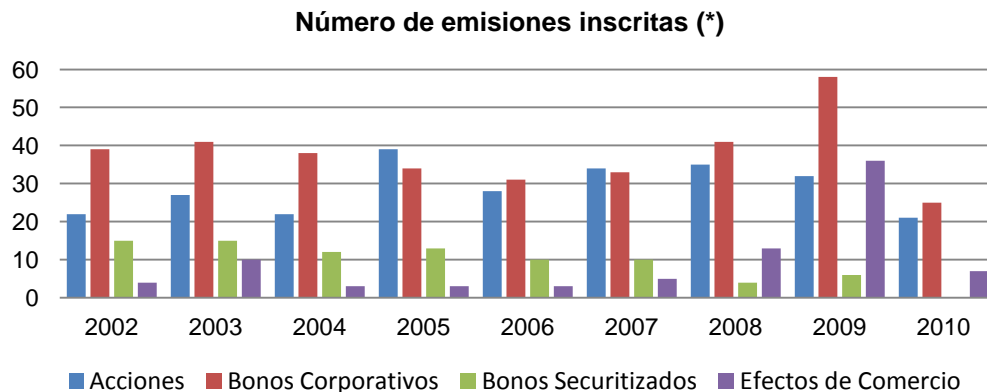
Figura 4

Monto colocado
Cifras en MM\$



Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

Figura 5



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros. (*) Información a Septiembre 2010

Es interesante destacar el aumento de la colocación de efectos de comercio en el período de crisis *subprime*. La acumulación de deuda a corto plazo puede ser la opción óptima para los prestatarios que experimentan un deterioro en la calidad de sus activos. La deuda a corto plazo refleja la naturaleza de la inversión que se financia y el entorno institucional que permite a los inversores hacer cumplir el reembolso. No es de extrañar que aumente la emisión de efectos de comercio, cuando un sistema bancario se encuentre cerca de su capacidad de endeudamiento. La mayor probabilidad de crisis no es resultado, de la deuda a corto plazo, sino de la falta de liquidez y la solvencia dado cierto nivel de inversión que se financia. Por lo tanto, la deuda a corto plazo, podría ser un síntoma de crisis económica en lugar de una causa.⁴

Entre las modificaciones introducidas, es importante mencionar el cambio sufrido por la Norma de Carácter General N°30 de la Superintendencia de Valores y Seguros, la cual considera que “dentro de los 10 días hábiles anteriores al vencimiento de los bonos o efectos de comercio, el emisor puede realizar una nueva colocación dentro de la línea, por un monto de hasta el 100% del máximo autorizado de dicha línea, para financiar exclusivamente el pago de los instrumentos que estén por vencer”⁵

Además la Superintendencia de Valores y Seguros simplificó el proceso de colocación de estos instrumentos, de esta manera, sólo se debe informar la emisión 2 días hábiles

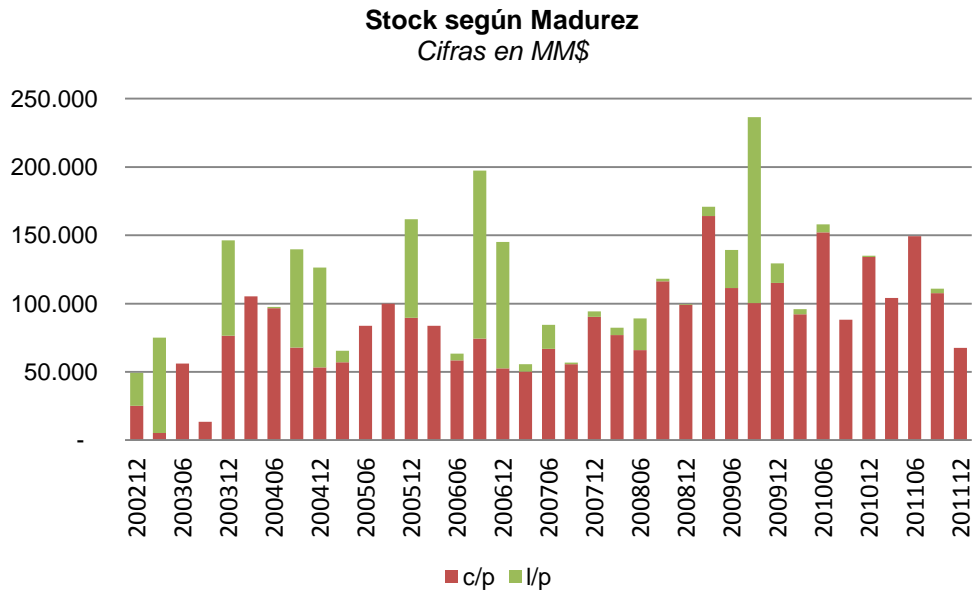
4 Diamond D.W y Rajan R G. , “Banks, Short Term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications”

5 Feller Rate Clasificadora de Riesgo. “Efectos de Comercio: Una alternativa válida de financiamiento”.

bursátiles antes, presentar el contrato de emisión, completar el prospecto de emisión, en conjunto con la clasificación de riesgo asociada.

Entre los principales efectos de comercio es posible nombrar: pagarés o letra de cambio u otro título de crédito de pago cuyo plazo no sea superior a 36 meses, así es posible encontrar comercio de corto plazo (tienen un vencimiento menor a 1 año) y “largo plazo” (poseen un vencimiento mayor a un año). (Ver Figura 6). Estos títulos de corto plazo implican un bajo riesgo para quienes los emiten ya que el contrato a corto plazo limita la tendencia de los prestamistas a incrementar los activos riesgosos después de contraer la deuda.

Figura 6



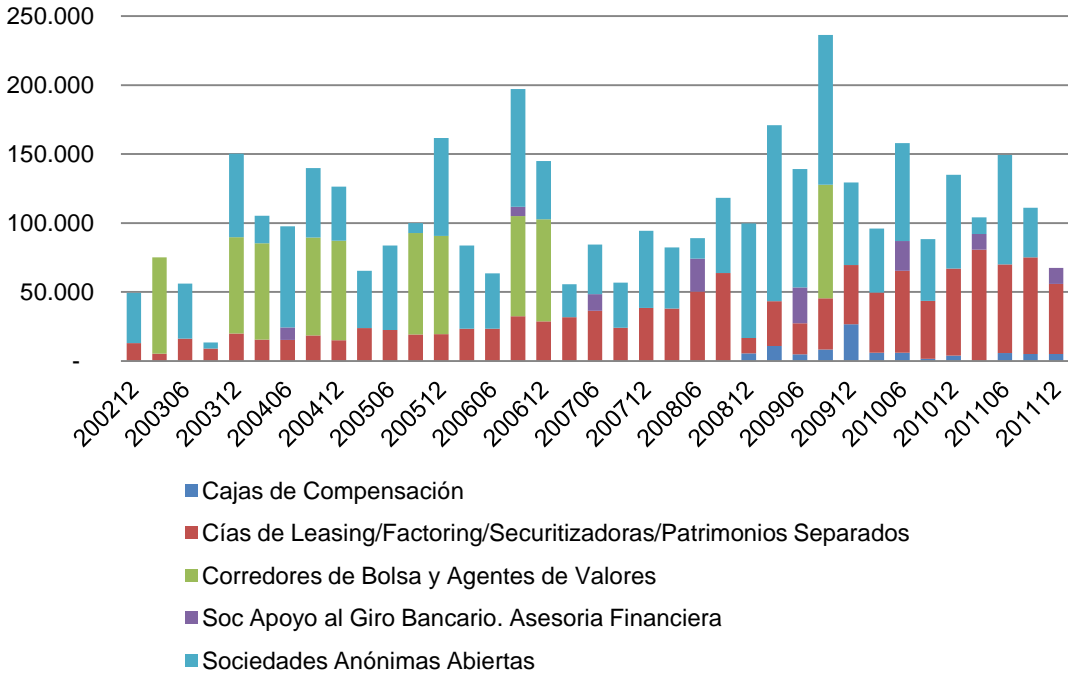
Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

Los efectos de comercio son emitidos por una amplia variedad de firmas incluyendo compañías financieras y sociedades no financieras. (Ver Figura 7). Las emisiones se realizan de acuerdo a la necesidad de caja de las empresas. Como es posible observar en el siguiente gráfico, los principales emisores de efectos de comercio son las Sociedades Anónimas Abiertas, las cuales en su mayoría corresponden a sociedades no financieras. La empresa Distribución y Servicios D&S S.A, es la que presenta el mayor

monto de colocación para estos títulos⁶. El segundo mayor emisor corresponden a compañías de Leasing, Factoring y Securitizadoras.⁷ . Con respecto a las compañías de Leasing, Factoring y Securitizadoras, es posible observar que la empresa que mayores emisiones ha hecho es Factorline S.A., empresa dedicada Factoring.

Figura 7

Monto colocado según Emisor
Cifras en MM\$



Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

El emisor puede colocar sus efectos de comercio directamente o a través de corredores de bolsa o agentes de valores. Con respecto a los principales agentes colocadores para el período diciembre 2002 a diciembre 2011 es posible nombrar a: BBVA Corredora de Bolsa (22%), Larraín Vial Corredora de Bolsa (20%), Santander S.A. Agente de Valores (12%) e Itaú Chile Corredora de Bolsa (13%)⁸.

Las fechas de emisión se supeditan a la vigencia de la línea de efectos de comercio inscrita. La tasa de interés es determinada libremente por la entidad emisora, en general,

6 Ver Anexo 1
7 Ver Anexo 2
8 Ver Anexo 3

tanto como para compañías de Leasing, Factoring, Securitizadoras y Sociedades Anónimas abiertas, es posible observar para las principales empresas emisoras⁹, tasas promedios mensuales en torno al 0,44% y 0,45%, respectivamente.

El monto de la emisión es determinado por cada emisor, siendo este fija o bajo una línea de efectos de comercios, las colocaciones individuales no deben superar en plazo y monto total a la línea inscrita. Los efectos de comercio pueden ser emitidos en diferentes estructuras de pago y monedas (UF, pesos, moneda extranjera).

Entre los principales tenedores de estos títulos destacan: diversos inversionistas institucionales del país, como AFP'S, Compañías de Seguros, Bancos, Fondos Mutuos, Fondos de Inversión, Agentes de Valores y Corredores de Bolsa. Es importante mencionar que las personas naturales individualmente tienen pequeñas cantidades de efectos de comercio, pero son grandes inversionistas indirectos a través de los fondos de pensiones.¹⁰

Con respecto a las clasificaciones de riesgo, la ley exige solo una de estas, sin embargo, debido al interés de los Fondos de pensiones han sido necesarias dos clasificaciones de riesgo (predomina la regulación de las AFP).

Además, "las clasificaciones de corto plazo, al igual que las de largo plazo, reflejan la calidad crediticia de los emisores"¹¹. Así el criterio y escala utilizados para la clasificación de riesgo son los mismos. Esta clasificación suele ser complementada con las políticas de respaldo de liquidez de la empresa en cuestión, aunque estas no mejoran la calidad crediticia a menos que la garantía prometa pagar al vencimiento.

Las empresas clasificadoras de riesgo al calificar una empresa, se fijan en la solvencia de una empresa, la cual a su vez analiza el perfil de negocio de la empresa, y el perfil financiero. La clasificación de esta solvencia condiciona la clasificación de corto plazo obtenida por el efecto de comercio. (Ver Cuadro 2)

9 Ver Anexo 1 y 2

10 Hahn Thomas K. "Commercial Paper", 1993

11 Feller Rate Clasificadora de Riesgo. "Efectos de Comercio: Una alternativa válida de financiamiento"

Cuadro 2

Solvencia	Clasificación de corto plazo
AAA, AA+, AA, AA-, A+	Nivel 1+
A+, A, A-	Nivel 1
A, A-, BBB+, BBB	Nivel 2
BBB, BBB-	Nivel 3
BB+, BB, BB-, C, D	Nivel 4
E	Nivel 5

Fuente: Feller Rate Clasificadora de Riesgo. "Efectos de Comercio: Una alternativa válida de financiamiento"

Las políticas de respaldo tienen efectos significativos en la calidad crediticia del emisor. Estas son fuentes alternativas de liquidez, las cuales podrían ser utilizadas en momentos difíciles para la compañía. "El respaldo de liquidez busca proteger al emisor de efectos de comercio ante el evento de que los inversionistas no estén dispuestos a refinanciar una emisión producto de situaciones tales como: escenarios desfavorables para los negocios del emisor; una demanda contra el emisor; cambios en la administración; o modificaciones en la clasificación de riesgo, entre otras"¹². En el siguiente cuadro es posible observar los distintos respaldos de liquidez exigidos de acuerdo a la clasificación de corto plazo de la empresa:

Cuadro 3

Clasificación de corto plazo	Respaldo de liquidez
Nivel 1+/ AAA	50%-100%
Nivel 1+/AA	75%-100%
Nivel 1	100%
Nivel 2	100%
Nivel 3	100%

Fuente: Feller Rate Clasificadora de Riesgo. "Efectos de Comercio: Una alternativa válida de financiamiento"

Este respaldo puede ser: activos líquidos como disponibilidad de líneas bancarias equivalentes al monto de deuda de corto plazo vigente, incluyendo los futuros montos que desee emitir, también suelen considerarse como líneas de respaldo la caja disponible y los valores negociables. Las clasificadoras de liquidez esperan que las empresas mantengan buenos compromisos contractuales con los bancos, sobre todo si su clasificación de solvencia es baja. A su vez también se juzgará la clasificación que presenten los bancos. "Por tratarse de líneas de liquidez alternativas a la propia solvencia

¹² Feller Rate Clasificadora de Riesgo. "Efectos de Comercio: Una alternativa válida de financiamiento"

del emisor, no existe la obligación de que las clasificaciones de los bancos igualen o superen el rating del emisor”¹³.

13 Feller Rate Clasificadora de Riesgo. "Efectos de Comercio: Una alternativa válida de financiamiento"

3. Desarrollo hipótesis

En el mercado nacional, no han sido analizadas las características econométricas de los efectos de comercio emitidos o las circunstancias bajo las cuales las emisiones de estos títulos, aumentan o caen.

A nivel de empresa, la evidencia empírica internacional señala que la participación en el mercado de efectos de comercios, está asociado positivamente con las ganancias. Entonces, la hipótesis a testear es que empresas solventes emiten más pagarés de manera de reducir sus costos de financiamiento. Además, esperamos que conforme aumentan las ganancias de una empresa, aumenta el monto emitido de efectos de comercio, pero cada M\$ tiene un efecto sobre el monto menor que el anterior, es decir, se espera que la función sea cóncava con relación a las ganancias.

También quisiéramos testear si los efectos de comercio compiten con los créditos comerciales de corto plazo. Así también, creemos que otro factor que debiese afectar la emisión de efectos de comercio es el grado de flexibilización de la oferta de créditos comerciales, existente por parte de bancos o instituciones no bancarias. Se espera que mientras mayor sea la flexibilización de los estándares de crédito comerciales de corto plazo menor será el monto emitido de efectos de comercio.

4. Datos y Metodología

De la sección previa podemos deducir que las ecuaciones a testear son las siguientes:

$$(1) \ln monto_t = \alpha + \beta_1 \cdot competencia_{t-1} + \beta_2 \cdot ganancias_t + \beta_3 \cdot ganancias_t^2 + \varepsilon_t$$

$$(2) \ln monto_t = \alpha + \beta_1 \cdot entorno_t + \beta_2 \cdot tasa_promedio_t + \beta_3 \cdot ganancias_t + \beta_4 \cdot ganancias_t^2 + \varepsilon_t$$

En donde:

Inmonto: Corresponde al logaritmo natural de los montos emitidos por empresas entre marzo de 2004 y diciembre de 2011

Ganancias: Corresponde a la utilidad de las empresas consolidadas entre marzo de 2004 y diciembre de 2011

Competencia: Mide si la oferta de crédito es más o menos restrictiva, conforme aumenta o disminuye la competencia existente en las instituciones financieras.

Tasa promedio: Corresponde a la Tasa de interés promedio de créditos comerciales a corto plazo nominal entre marzo de 2004 y diciembre de 2011

Entorno: Mide si la oferta de crédito es más o menos restrictiva, conforme mejora o empeora el entorno económico.

La data utilizada en este estudio corresponde al período entre el marzo de 2004 a diciembre de 2011 fue obtenida de la Superintendencia de Valores y Seguros¹⁴, y del Banco Central de Chile¹⁵. Las principales variables son las siguientes:

- Montos de efectos de comercio colocados en M\$, obtenidos de la página de la Superintendencia de Valores y Seguros.
- Utilidad (pérdida) líquida o Ganancias (pérdida) en M\$, obtenida de los Estados Financieros de empresas supervisadas¹⁶ FECU e IFRS, respectivamente
- Tipo de cambio de cierre trimestral,¹⁷ obtenido de la página del Banco Central de Chile (BCCCh).

14 www.svs.cl

15 www.bcentral.cl

16 Emisoras de valores y Entidades Informantes

- “Competencia de otros bancos o instituciones no bancarias” y “Entorno económico o sus perspectivas”, obtenidas de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario, publicada en la página del BCCh.

Con respecto a la información obtenida de los Estados Financieros¹⁸, desde marzo del 2004 a diciembre del 2008 la información es obtenida bajo formato FECU, sin embargo, debido a la entrada en vigencia de las Normas Contables Internacionales (IFRS) desde marzo de 2009 hasta diciembre de de 2011, los datos se presentan bajo esta última normativa. Cabe destacar que la normativa IFRS no contempla que las empresas supervisadas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), deban entregar información individual, de esta forma, sólo se han considerado las empresas consolidadas.

La tasa promedio de créditos comerciales (nominal) es obtenida de la página del BCCh, esta corresponde a la tasa promedio del mes de cierre del trimestre.

La encuesta trimestral sobre condiciones generales y estándares de aprobación del crédito bancario realiza preguntas cualitativas a ejecutivos *senior* de la banca local, recogiendo información sobre la percepción y causas que explican el cambio en los estándares de aprobación y la evolución de la oferta de crédito. De esta encuesta, hemos utilizado los siguientes indicadores: “Competencia de otros bancos o instituciones no bancarias” y “Entorno económico o sus perspectivas”, los cuales pertenecen al ítem de preguntas a ejecutivos de Banca empresa. Estos indicadores miden por separado la importancia relativa neta que los bancos atribuyen a los distintos determinantes de la oferta de crédito. Es neta porque para cada nivel de importancia (sin importancia, relativamente importante y muy importante) se reporta la diferencia entre los bancos que evalúan que el factor ha contribuido a estándares de crédito menos restrictivos y aquellos que consideran que el factor ha favorecido a estándares más restrictivos. Si esta diferencia es positiva (negativa) significa que el factor contribuye, en términos netos, a estándares menos (más) restrictivos. Además, mide la importancia relativa porque el porcentaje neto obtenido en cada nivel de importancia se pondera por 0, 0.5 y 1, respectivamente¹⁹. Como es posible observar en la figura 8, en el período de la crisis

17 Dólar observado trimestral

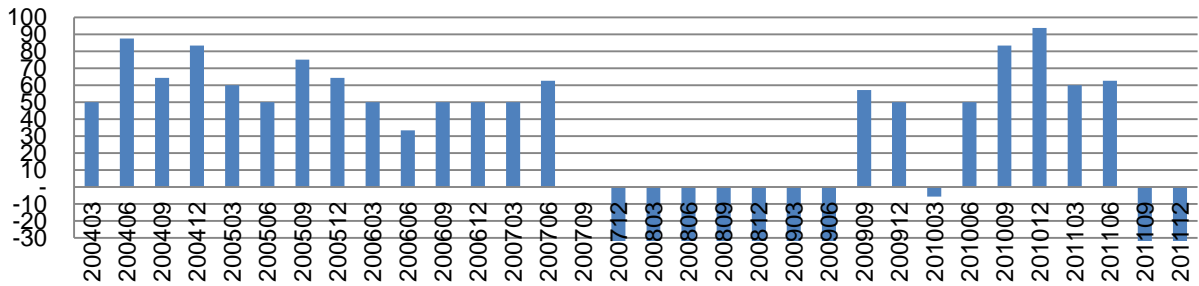
18 Dólar observado trimestral Cabe resaltar que los estados financieros presentados en dólares fueron transformados a pesos.

19 Jara Alejandro, Silva Carmen Gloria. “Metodología de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario”.

subprime, ambos indicadores son negativos, por lo tanto, en este período los estándares de aprobación de crédito fueron menos flexibles, debido a la competencia existente en el sector financiero y a su vez por el entorno económico existente.

Figura 8

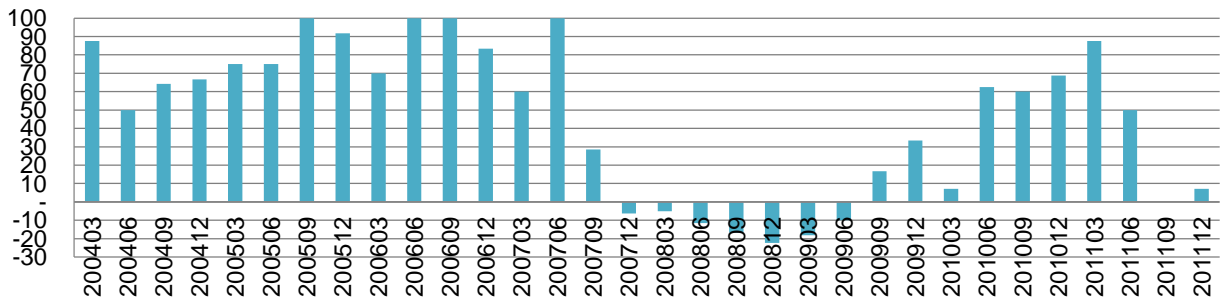
Entorno económico o sus perspectivas



Elaboración propia. Fuente: Banco Central de Chile.

Figura 9

Competencia de otros bancos o instituciones no bancarias



Elaboración propia. Fuente: Banco Central de Chile.

5. Resultados Empíricos

En la siguiente sección presentamos los principales resultados obtenidos de nuestro estudio. El cuadro 1 nos muestra los resultados de las dos ecuaciones estimadas bajo el método de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), como es posible observar, todos los coeficientes de las variables son significativos al 99% de confianza. Además, ambos modelos presentan una bondad de ajuste igual al 62%.

Cuadro 4

	Modelo 1	Modelo 2
constante	15,755***	16,146***
	0,000	0,000
ganancias	1,72E-08***	1,76E-08***
	0,000	0,000
ganancias ²	-5,37E-17***	-5,35E-17***
	0,001	0,001
competencia_lag	-0,00469***	
	0,000	
entorno		- 0,00350***
		0,001
tasa_promedio		- 0,06548***
		0,006
R²	0,62234	0,62274

***Estadísticamente significativo al 1%.

Nota: lnmonto: Logaritmo natural del monto emitido; tasa_promedio: Tasa promedio de los créditos comerciales de corto plazo; ganancias: ganancia o pérdida de las empresas; ganancias_2: Ganancias*Ganancias; entorno: Entorno económico o sus perspectivas; competencia_lag: Rezago de la variable competencia.

De los resultados es posible observar que en ambos modelos las ecuaciones son cóncavas en relación a las ganancias, los coeficientes tienen el signo esperado, es decir, el coeficiente de la variable "ganancias" es positivo y el coeficiente de la variable "ganancias_2" es ser negativo.

Además, como esperábamos el coeficiente de la variable "competencia_lag" está negativamente relacionado con la emisión de pagarés. Comprobamos que mientras mayor es la competencia entre instituciones financieras (mayor oferta de créditos

comerciales) mayor será la flexibilización de los estándares de crédito para las empresas, y por lo tanto menor será el monto emitido de títulos de corto plazo.

También es posible observar que el coeficiente de la variable “entorno” está negativamente relacionado con la emisión de pagarés. Mientras mejor es el entorno económico menos rigurosos serán los estándares de crédito para las empresas, y por lo tanto menor será el monto emitido de títulos de corto plazo (efectos de comercio), debido a que las empresas recurrirán a los créditos comerciales de corto plazo como vía de financiamiento.

Por otro lado, en Chile los créditos comerciales de corto plazo no “compiten” con los efectos de comercio, ya que el coeficiente de la variable “tasa_promedio” está negativamente relacionado con la emisión de pagarés. Encontramos evidencia significativa que el interés por efectos de comercio disminuye mientras aumenta la oferta el costo de los de créditos comerciales. Esto puede deberse al bajo desarrollo de los efectos de comercio en el mercado financiero nacional. Además el emitir deuda de corto plazo tiene mayores costos de oportunidad asociados, debido a que se debe emplear un mayor tiempo de administración, debido a que su emisión es más frecuente.

Otra causal de la evidencia empírica encontrada puede deberse a que las empresas exitosas construyen una reputación que les permite emitir deuda directa que es más barata, es decir, dicho de otro modo las firmas no exitosas pagan tasas de interés más altas. La reputación obtenida a partir del monitoreo sirve para pronosticar acciones futuras. Los intermediarios llevan un control de la información mientras que el mercado no, ya que los prestamistas son muchos, y ocurre el problema del free rider. Las empresas con buena reputación tienen un bajo costo de capital. Para ellas incumplir una vez implica perder esa fuente de riqueza futura. Esos inversores no necesitan ser controlados.²⁰

Otra explicación en línea con la anterior puede deberse al valor de las señales que quiere entregar una empresa sobre el pago de un crédito de a un banco. Está probado que muchas organizaciones pagan un costo de monitoreo periódico por líneas de créditos de bancos aún cuando no toman los recursos ofrecidos. De hecho, grandes corporaciones a menudo comercian líneas de crédito con bancos por el sólo hecho de entregar una señal

²⁰ Diamond, D. W. "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt".

acerca de su deuda externa (efectos de comercio) para ser emitida públicamente en lugar de mantenida por el banco. Es más barato dar a un agente (el banco) acceso al proceso de información que entregar grandes volúmenes de ella para deudas externas. Así podemos explicar porque organizaciones e individuos están dispuestos a pagar tasas de interés mayores que las que observamos en el mercado de capitales abiertos. Para individuos y para algunas organizaciones, especialmente la pequeñas que no tienen capital externo, los costos de contratos para préstamos, como los ofrecidos por bancos, son menores que los de deuda externa. Es más, en todo tipo de organizaciones, la señalización de que las organizaciones pueden cumplir con sus deudas internas de corto plazo pueden hacer bajar los costos de información de otros contratos.²¹

Otro estudio,²² evalúa las opciones de las empresas de emitir deuda mediante un banco o mediante deuda privada no bancaria. Sus resultados sugieren que las empresas utilizan más deuda pública si se enfrentan a menores costos de información. El uso sistemático de la deuda bancaria indica que hay ciertos beneficios de la deuda bancaria que siguen siendo importantes una vez que las empresas cruzan el umbral de la reputación o la calidad, que permite el acceso a la deuda pública. Estos beneficios pueden incluir la supervisión, renegociación, etc. Las diferencias en las características de las empresas que utilizan la deuda bancaria y las empresas que utilizan deuda pública, indican que entre las empresas que carecen de acceso a los mercados de deuda pública, algunas pueden ser capaces de sustituir la deuda bancaria por otra deuda privada, mientras que otros no tienen esta opción.

Por otro lado, la literatura sugiere que la intermediación financiera y monitoreo delegado surge como contrato óptimo entre prestamistas y prestatarios, debido a los altos costos de monitorear a quienes piden prestado. Lo más obvio de hacer es que algunos monitoreen en nombre de otros, entonces nos encontremos en una situación de monitoreo delegado. Un intermediario financiero, en este caso un banco, debería escoger un contrato tal que: Haya incentivos para monitorear la información, que haga buen uso de ella, y que hayan suficientes pagos a los depositantes de tal forma de atraerlos. (Diamond, 1984).²³

21 Fama, E. "What's different about banks? "

22 Johnson, S. "An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure

23 Diamond, D.W. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring",

En estudios futuros, sería interesante controlar por el tamaño de la empresa ya que, la literatura nos señala que las empresas que tienen pocas opciones de crecimiento, es decir, las de gran tamaño, tienen más deuda de largo plazo en su estructura de capital (Barclay y Smith, 1995). Por el contrario, empresas con más opciones de crecimiento en sus sets de oportunidades de inversión deberían emplear la deuda de vencimiento más corta. El tamaño de la firma estaría potencialmente correlacionado con la madurez de deudas. La evidencia empírica internacional muestra una fuerte asociación entre el tamaño de las firmas y la deuda: Las empresas más grandes emiten una significativa porción en deuda de largo plazo, lo cual es consistente con la observación de que compañías pequeñas confían más en la deuda bancaria, la cual típicamente tiene una madurez más corta que la deuda pública.²⁴

²⁴ Barclay, M. J., y C. W. Smith, Jr., "The Maturity Structure of Corporate Debt"

6. Resumen y Conclusiones

Dos cambios en las regulaciones de mercado han impulsado el crecimiento del mercado nacional de efectos de comercio. Uno es debido a la Ley N° 17.968 (noviembre 2001), la cual señala un límite máximo por concepto del pago de impuestos de timbres y estampillas por una línea de emisión, y otro a cambios realizados a la Norma de Carácter General N°30 de la SVS, de esta forma los efectos de comercio se han posicionado como una alternativa válida de financiamiento de corto plazo.

Los efectos de comercio en el mercado internacional son principalmente emitidos por compañías financieras, bancos y sociedades no financieras. Entre los principales inversionistas es posible nombrar a fondos mutuos, compañías de seguros de vida, y fondos de pensiones públicos y privados. Los efectos de comercio han llegado a ser uno de los más importantes mercados en EEUU, esto debido a las ventajas que presentan tanto como para inversionistas como para emisores. En el mercado estadounidense los efectos de comercio son emitidos por una amplia variedad de firmas domesticas y extranjeras, incluyendo compañías financieras, bancos y firmas industriales.

Con respecto al mercado nacional los principales emisores de efectos de comercio son las sociedades no financieras. El segundo mayor emisor corresponden a compañías de Leasing, Factoring y Securitizadoras.²⁵

Finalmente, encontramos que los montos emitidos se correlacionan positivamente con las ganancias, y negativamente con la flexibilización de la oferta de créditos comerciales, medida ya sea a través de la variable “competencia” o “entorno” las cuales son significativas en la decisión de emisión. Los créditos comerciales de corto plazo no “compiten” con los efectos de comercio.

²⁵ Ver Anexo 2

7. Bibliografía

- Anderson Richard, Gascon Charles. "The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crisis", 2009. Federal Reserve Bank of St. Louis Review.
- Banco Central de Chile. "Cuentas Nacionales por Sector Institucional CNSI, Metodología y Resultados 2005-2011 t1", 2011. Estudios Económicos Estadísticos Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. "Características de los instrumentos del Mercado Financiero Nacional", 2005
- Banco Central de Chile. "Cuentas Nacionales de Chile, Compilación de Referencia 2008", 2011
- Barclay, M. J., y C. W. Smith, Jr., "The Maturity Structure of Corporate Debt", 1995. Journal of Finance, 50, 2, pp. 609-631.
- Calomiris, Himmerlberg, Wachtel. "Commercial Paper, Corporate Finance, and The Business Cycle: A Microeconomic Perspective", 1994. National Bureau of Economic Research.
- Diamond, D.W. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", 1984, The Review of Economic Studies, pp. 393-414
- Diamond, D. W. "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt", 1991. Journal of Political Economy, 99, 4, pp. 689-721.
- Diamond D.W y Rajan R G. "Banks, Short Term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications", 2000. University of Chicago Graduate School of Business.
- Fama, E. "What's different about banks? ", 1985. Journal of Monetary Economics, 15, pp. 29-39.
- Feller Rate Clasificadora de Riesgo. "Efectos de Comercio: Una alternativa válida de financiamiento", 2004.
- Fondo Monetario Internacional. "Manual de estadísticas monetarias y financieras", 2000.
- Gould. "Banks and the Commercial Paper Market", 1969. CFA Institute. Jstor
- Hahn Thomas K. "Commercial Paper", 1993. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly Volume 79/2 Spring 1993

- Jara Alejandro, Silva Carmen Gloria. "Metodología de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario", 2007. Estudios Económicos Estadísticos Banco Central de Chile.
- Johnson, S."An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure", 1997. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 32, 1, pp. 47-69.
- Lazén Vicente, Santibañez Francisco. "Desarrollo de las emisiones de efectos de comercio en Chile", 2005. Superintendencia de Valores y Seguros.
- White "A Heteroscedasticity Consistent Covariance Matriz Estimator and Direct Test of Heterocedasticity", 1980. Econometrica, Vol. 48, N°4 (May, 1980), 817-838.

8. Anexos

Anexo 1: Sociedades No Financieras

Cuadro 5

Empresa	Antarchile S.A.		Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.		Compañía General de Electricidad S.A.		Distribución y Servicio D&S S.A.		Empresas La Polar S.A.		Esvál S.A.		Gasco S.A.		S.A.C.I. Falabella	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
200212	-	-	-	-	-	-	36.216	0,37%	-	-	-	-	-	-	-	-
200306	-	-	19.776	0,28%	-	-	-	-	-	-	-	-	20.192	0,32%	-	-
200309	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.328	0,35%	-	-
200312	-	-	-	-	13.333	0,29%	45.490	0,29%	-	-	-	-	-	-	-	-
200403	-	-	-	-	-	-	12.115	0,21%	-	-	-	-	7.866	0,21%	-	-
200406	-	-	-	-	6.698	0,22%	21.154	0,25%	-	-	-	-	8.077	0,19%	-	-
200409	37.503	0,22%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.759	0,22%	-	-
200412	-	-	-	-	6.666	0,30%	24.088	0,31%	-	-	-	-	8.394	0,27%	-	-
200503	-	-	11.677	0,31%	-	-	12.024	0,36%	-	-	-	-	16.161	0,36%	-	-
200506	-	-	21.995	0,41%	9.989	0,41%	21.081	0,41%	-	-	-	-	4.783	0,40%	-	-
200512	-	-	33.960	0,51%	9.864	0,42%	23.941	0,52%	-	-	-	-	-	-	-	-
200603	-	-	-	-	9.571	0,49%	22.637	0,52%	-	-	-	-	16.798	0,46%	-	-
200606	-	-	-	-	9.428	0,50%	11.817	0,51%	-	-	-	-	12.021	0,45%	-	-
200609	41.576	0,62%	-	-	-	-	14.031	0,49%	-	-	-	-	14.033	0,47%	-	-
200612	-	-	-	-	9.497	0,48%	25.586	0,49%	-	-	-	-	4.000	0,50%	-	-
200703	-	-	-	-	-	-	10.849	0,46%	-	-	-	-	7.517	0,46%	-	-
200706	-	-	-	-	9.471	0,46%	12.152	0,46%	-	-	-	-	10.700	0,49%	-	-
200709	-	-	-	-	-	-	14.457	0,55%	-	-	-	-	11.253	0,53%	-	-
200712	-	-	-	-	26.741	0,50%	26.825	0,59%	-	-	-	-	-	-	-	-
200803	-	-	-	-	9.440	0,60%	24.623	0,62%	-	-	-	-	8.007	0,59%	-	-
200806	-	-	-	-	9.301	0,62%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200809	-	-	-	-	-	-	30.668	0,79%	-	-	-	-	-	-	19.658	0,72%

200812	-	-	-	-	18.454	0,82%	14.243	0,84%	-	-	-	-	9.675	0,82%	31.264	0,79%
200903	-	-	-	-	-	-	27.016	0,46%	-	-	-	-	9.748	0,27%	76.158	0,46%
200909	47.259	0,50%	-	-	9.822	0,15%	-	-	9.658	0,40%	-	-	-	-	-	-
200912	-	-	-	-	-	-	-	-	19.306	0,29%	12.147	0,24%	-	-	-	-
201003	-	-	-	-	9.868	0,16%	-	-	9.763	0,28%	-	-	9.938	0,11%	-	-
201006	-	-	-	-	9.718	0,25%	-	-	14.687	0,34%	-	-	9.898	0,20%	-	-
201009	-	-	-	-	9.593	0,42%	-	-	4.829	0,42%	-	-	14.874	0,28%		0,44%
201012	-	-	-	-	9.743	0,45%	-	-	7.407	0,39%	36.596	0,44%	4.961	0,30%	4.807	-
201103	-	-	-	-	9.703	0,52%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
201106	-	-	-	-	9.703	0,52%	-	-	57.092	0,83%	12.432	0,54%	-	-	-	-
201109	-	-	-	-	19.445	0,55%	-	-	-	-	7.002	0,55%	-	-	-	-
Total promedio	126.337	0,45%	87.407	0,38%	236.047	0,43%	431.012	0,47%	122.742	0,42%	68.177	0,44%	225.984	0,37%	131.888	0,60%

Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

- (1) Monto colocado en MM\$
- (2) Tasa de interés mensual promedio

Anexo 2: Sociedades Financieras

Cuadro 6

Empresa	Eurocapital S.A.		Factoring Security S.A.		Factorline S.A.		Factotal S.A.		First Factors S.A.		Forum Servicios Financieros S.A.		Incofin S.A.		Interfactor S.A.		Servicios Financieros Progreso S.A.		
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	
200212	-	-	-	-	8.992	0,36%	4.023	0,01%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200303	-	-	-	-	5.253	0,29%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200306	4.200	0,41%	-	-	7.985	0,39%	4.006	0,49%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200309	3.001	0,45%	-	-	5.984	0,38%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200312	8.479	0,40%	-	-	6.494	0,33%	1.000	0,31%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200403	5.405	0,34%	-	-	10.015	0,27%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200406	3.303	0,31%	-	-	6.993	0,27%	4.981	0,32%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200409	8.546	0,35%	-	-	7.003	0,24%	2.959	0,40%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200412	4.071	0,36%	-	-	7.991	0,28%	2.995	0,46%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200503	8.019	0,37%	-	-	15.883	0,31%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200506	5.832	0,43%	-	-	13.524	0,39%	3.005	0,44%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200509	6.175	0,46%	-	-	12.014	0,36%	1.038	0,47%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200512	1.499	0,61%	-	-	13.977	0,50%	4.021	0,56%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200603	4.789	0,50%	-	-	16.515	0,45%	1.967	0,47%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200606	7.823	0,50%	-	-	13.491	0,46%	1.956	0,48%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200609	9.151	0,49%	-	-	16.539	0,46%	6.696	0,50%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200612	6.692	0,50%	-	-	21.047	0,44%	991	0,47%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200703	7.310	0,48%	-	-	20.616	0,44%	3.780	0,53%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200706	11.100	0,48%	-	-	21.525	0,47%	3.782	0,53%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200709	7.503	0,55%	-	-	16.524	0,49%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200712	11.462	0,59%	-	-	18.131	0,52%	5.734	0,59%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.009	0,50%
200803	10.864	0,62%	-	-	24.005	0,53%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.009	0,53%

200806		0,66%	-	-	29.662	0,59%	5.755	0,68%	-	-	-	-	-	-	-	-	3.004	0,58%
200809	11.900	0,75%	-	0,75%	34.978	0,66%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.001	0,68%
200812	-	-	-	-	11.011	0,61%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200903	-	-	-	-	16.914	0,77%	4.390	0,83%	-	-	11.149	0,49%	-	-	-	-	-	-
200906	9.867	0,37%	-	-	12.691	0,26%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200909	6.961	0,16%	-	-	26.122	0,14%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
200912	10.428	0,16%	-	-	26.613	0,13%	3.972	0,13%	-	-	-	-	-	-	-	-	397	0,20%
201003	9.453	0,12%	-	-	30.518	0,12%	-	-	-	-	3.806	0,40%	-	-	-	-	-	-
201006	11.905	0,18%	-	-	34.595	0,20%	5.966	0,15%	-	-	5.004	0,30%	-	-	-	-	-	-
201009	15.701	0,38%	-	-	24.108	0,35%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.979	0,42%
201012	15.178	0,45%	-	-	34.588	0,40%	3.858	0,47%	-	-	-	-	2.466	0,47%	-	-	6.935	0,39%
201103	12.729	0,48%	-	-	49.837	0,42%	3.187	0,54%	-	-	-	-	2.972	0,47%	5.942	0,45%	5.935	0,43%
201106	14.499	0,55%	-	-	27.115	0,50%	3.844	0,57%	-	-	-	-	4.916	0,57%	7.918	0,53%	5.921	0,54%
201109	10.844	0,60%	-	-	50.662	0,55%	-	-	3.254	0,004%	-	-	-	-	5.437	0,59%	-	-
201112	14.754	0,70%	-	-	32.262	0,63%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.933	0,69%
Total-promedio	295.701	0,45%	9.437	0,75%	732.176	0,40%	83.907	0,45%	3.254	0,004%	19.959	0,40%	10.354	0,50%	19.297	0,52%	37.122	0,50%

Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

- (1) Monto colocado en MM\$
- (2) Tasa de interés mensual promedio

Anexo 3: Agentes Colocadores

Cuadro 7

Periodo	BBVA C de Bolsa	Larraín Vial C. de Bolsa	Santander S.A. Agente de Valores	Itaú Chile C. de Bolsa	Inv. Boston C. de Bolsa	BCI C. de Bolsa	Scotia Sud Americano C. de Bolsa S. A.	Santander S.A. C. de Bolsa	BICE C. de Bolsa	Santander S.A. Agente de Valores	Otros
200212	0%	0%	0%	0%	18%	0%	0%	0%	0%	0%	82%
200303	0%	0%	0%	0%	7%	0%	0%	0%	0%	93%	0%
200306	36%	7%	0%	0%	14%	0%	35%	0%	0%	0%	7%
200309	33%	23%	0%	0%	45%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
200312	0%	36%	46%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	13%
200403	0%	24%	66%	0%	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
200406	15%	25%	0%	0%	7%	0%	0%	35%	9%	0%	8%
200409	9%	6%	51%	0%	5%	0%	0%	0%	27%	0%	2%
200412	12%	22%	57%	0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
200503	25%	31%	0%	0%	42%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
200506	18%	32%	0%	0%	16%	0%	26%	0%	0%	0%	8%
200509	0%	13%	74%	0%	12%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
200512	6%	16%	44%	0%	9%	0%	21%	0%	0%	0%	5%
200603	31%	33%	0%	0%	31%	0%	0%	0%	5%	0%	0%
200606	34%	36%	0%	0%	21%	0%	0%	0%	0%	0%	8%
200609	7%	14%	37%	0%	12%	0%	0%	0%	5%	0%	25%
200612	9%	22%	51%	0%	15%	0%	0%	0%	0%	0%	3%
200703	14%	33%	0%	0%	37%	0%	0%	0%	7%	0%	10%
200706	24%	32%	0%	18%	7%	0%	0%	0%	14%	0%	4%
200709	20%	46%	0%	29%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%
200712	28%	41%	0%	22%	0%	0%	0%	0%	6%	0%	3%
200803	21%	43%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%
200806	16%	13%	0%	31%	0%	0%	0%	0%	27%	0%	13%
200809	17%	43%	0%	32%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	8%

200812	69%	14%	0%	11%	0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%
200903	77%	16%	0%	2%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	3%
200906	44%	20%	0%	7%	0%	0%	0%	3%	0%	0%	24%
200909	15%	5%	35%	6%	0%	4%	0%	23%	0%	0%	12%
200912	41%	9%	0%	9%	0%	0%	15%	11%	0%	0%	14%
201003	28%	10%	0%	34%	0%	0%	15%	0%	0%	0%	13%
201006	35%	8%	0%	22%	0%	17%	9%	2%	0%	0%	8%
201009	35%	18%	0%	27%	0%	7%	0%	0%	0%	0%	13%
201012	29%	11%	0%	28%	0%	14%	0%	0%	0%	0%	17%
201103	9%	12%	0%	48%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	28%
201106	15%	10%	0%	22%	0%	38%	0%	0%	0%	0%	15%
201109	28%	10%	0%	46%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	16%
201112	7%	22%	0%	48%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	23%
Promedio	22%	20%	12%	13%	9%	2%	3%	2%	3%	3%	11%

Elaboración propia. Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros

