

Decisiones de Acceso al Mercado de Capitales: Incentivos Económicos a la Emisión de Renta Variable en la República Dominicana

Stefan Bolta

Departamento Análisis de Riesgos y Estudios Económicos
Superintendencia del Mercado de Valores de la República Dominicana

Diciembre 2016

Texto de Discusión

En este texto de discusión analizamos la existencia del incentivo económico y la viabilidad de distintas alternativas de financiación entre las fuentes privadas y el mercado de capitales. El enfoque de la investigación se centra en las emisiones de Renta Variable y el desarrollo potencial del mercado de acciones. Particularmente, identificamos el nivel de prima por riesgo teórica en la República Dominicana que igualaría la misma en los países emergentes en sentido amplio, y algunos países de la región que poseen el mercado público de acciones. Segundo, bajo el supuesto que la prima por riesgo en la actualidad igualaría al promedio de los mercados emergentes, ofrecemos una explicación sobre los posibles escenarios según cuales podría incrementar el incentivo económico para la realización de financiamiento productivo a través del acceso al mercado de valores.

El presente documento no es de carácter oficial sino únicamente informativo, por lo que, la Superintendencia del Mercado de Valores, conforme a su política interna, no es responsable por las publicaciones o declaraciones de carácter privado realizadas por sus empleados. Las opiniones expresadas en este documento, corresponden al autor del mismo y no constituyen, necesariamente, las opiniones de la Superintendencia ni del resto de sus empleados.

Motivación

Los aspectos que intervienen en el desarrollo de un mercado accionario frecuentemente se pueden agrupar en cinco categorías: legales, profesionales, tecnológicos, culturales, y financieros. En el caso de la República Dominicana, el país cuenta con el marco legal necesario¹, la infraestructura del mercado requerida para soportar operaciones en un mercado organizado, así como una red profesional amplia con conocimientos especiales en la materia².

En el aspecto organizacional, es comúnmente señalado que el modelo de negocio típico es la empresa familiar. Esto se tiende a considerar una barrera al desarrollo del mercado accionario. Reconociendo que la empresa familiar es diferente dentro de los modelos tradicionales de la empresa capitalista³, consideramos este de por sí solo no puede constituir una justificación adecuada al ignorar el aspecto el incentivo económico y financiero; se hace necesario estudiar la existencia del motivo material. En consecuencia, resulta sensato considerar que uno de los puntos clave para explicar posibles razones por las cuales el desarrollo del mercado accionario tiene rezago comparado con el mercado de la deuda se debe centrar sobre el estudio del incentivo financiero.

Bajo la estructura actual de las tasas de intereses en República Dominicana, nos preguntamos, ¿Cuál es el nivel en la prima por riesgo teórica que iguala la misma en países emergentes de la región donde existe un mercado de acciones? Segundo, bajo el supuesto que la prima por riesgo en la actualidad igualaría al promedio de los mercados emergentes, ¿Cuál es el nivel de equilibrio en las tasas de interés correspondiente a las alternativas de financiamiento que igualaría las condiciones en los demás mercados emergentes?

¹ OECD (2012). El Mercado de capitals en República Dominicana: Aprovechando su potencial para el desarrollo.

² SIV (2017). Registro del Mercado de Valores. siv.gov.do

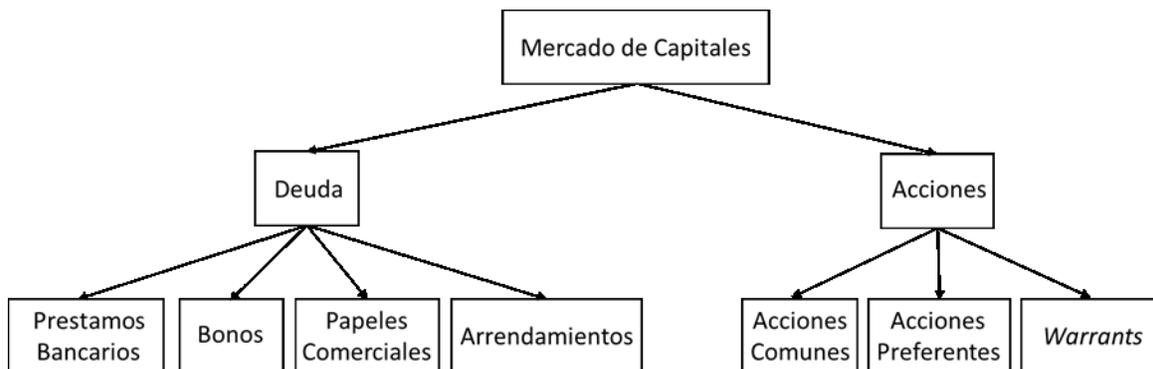
³ IFC (2011). Manual IFC de Gobierno de Empresas Familiares.

Revisión Teórica

El mercado de capitales puede ser definido como una red de interrelaciones sociales cuyo propósito es reasignar los recursos financieros a los lugares más productivos tomando en cuenta los riesgos inherentes. El mercado de capitales por su naturaleza es libre e incluyente, con características del bien común: no es de nadie en particular, y aunque cada participante procura el beneficio propio, generalmente la sociedad en sentido amplio se beneficia del resultado colectivo de las decisiones individuales.

Las decisiones que fundamentan el financiamiento productivo se agrupan en dos contrapartidas; las decisiones tomadas por las empresas y pertenecen al lado de la oferta; aquellas tomadas por los inversionistas pertenecientes al lado de la demanda. La oferta y la demanda son unidas por la relación riesgo-retorno implícitamente incorporada en el precio de los instrumentos financieros. Estos representan obligaciones para el emisor y derechos para el inversionista sobre futuros flujos esperados. En representación de los accionistas, le corresponde a la dirección ejecutiva diseñar su óptima estructura de financiación haciendo balance entre el control, el costo financiero y el apetito al riesgo. Para financiar la expansión del aparato productivo los empresarios pueden elegir entre dos alternativas: deuda y capital.

Gráfico 1:
Alternativas de Financiamiento



Comúnmente, la deuda tiene prioridad en el pago y puede ser garantizada con los bienes. Para el inversionista, los flujos de efectivo provenientes de la deuda son generalmente de naturaleza determinista. En cambio, la estructura de capital tiene dos características: primero, se encuentra continuamente en riesgo de pérdida total, producto de la incertidumbre inherente acerca del futuro. Segundo, los flujos potenciales son de naturaleza estocástica y pueden tender a ser ilimitados. Esto hace las acciones una herramienta atractiva para inversionistas siempre y cuando su apetito al riesgo sea alineado de manera adecuada con la relación riesgo/retorno comparado con todas las alternativas disponibles.

Segregando las alternativas por su respectiva fuente: existen las fuentes privadas, originadas principalmente por la Banca (modelo tradicional y ampliamente disponible), y

el financiamiento público originado por el acceso al Mercado de Valores. Los préstamos bancarios y arrendamientos corresponden a las fuentes privadas, mientras que los bonos, papeles comerciales y acciones corresponden las fuentes de financiación pública. En la Tabla 1 presentamos las ventajas y desventajas directas de tres formas de financiación más comunes que compiten mutuamente: deuda bancaria, emisión de bonos y emisión de acciones. Es importante señalar que en adición a las ventajas directas, existen algunas indirectas que no son objeto de este análisis. Por ejemplo, la emisión de acciones tiende a afectar positivamente la percepción de la empresa con los acreedores y los *stakeholders*.

Desde el punto de vista de finanzas corporativas, la decisión de financiación se ve condicionada al beneficio marginal económico para la gerencia y los accionistas. En representación de estos últimos, le corresponde a la dirección ejecutiva diseñar su óptima estructura de financiación haciendo balance entre el control corporativo, el costo financiero y el apetito al riesgo. El interés corporativo siempre consistirá en ceder discrecionalidad en materia de gobierno corporativo para beneficiarse en el mayor grado posible de una reducción en el costo de la mezcla de financiación. El incentivo es simple: la disminución en el costo financiero posee el potencial de volverse una ventaja competitiva a mediano y largo plazo ya podrá traducirse directamente en mejora del margen operativo. Si es utilizada de manera adecuada, la estrategia de financiamiento podrá proporcionarle a la empresa el margen de seguridad necesario para ejecutar distintas estrategias de precio con el fin de crecer la participación en el mercado y aumentar futuros beneficios.

Tabla 1:
Resumen comparativo entre distintas alternativas de financiación

Fuente de Financiamiento	Medio	Ventajas Directas	Desventajas Directas
Financiamiento Bancario	Préstamo Bancario	Fuente rápida de financiamiento.	Generalmente, es el financiamiento más costoso (tomando en cuenta la función de intermediario que realizan los bancos).
		Deducible de ingresos.	
Financiamiento originado por el Mercado de Valores	Emisión de Deuda	No revela la información públicamente.	Importantes limitaciones para la financiación de grandes proyectos.
		No aplican obligaciones de gobierno corporativo.	
Financiamiento originado por el Mercado de Valores	Emisión de Acciones	Tiende a ser menos costosa que la deuda bancaria.	Tiempo de colocación más lento que el financiamiento bancario.
		Es escalable para grandes proyectos.	
Financiamiento originado por el Mercado de Valores	Emisión de Acciones	Deducible de ingresos.	Obligación para cumplir con normas de gobierno corporativo y revelar información financiera públicamente.
		No cede control de la empresa.	
Financiamiento originado por el Mercado de Valores	Emisión de Acciones	Tiende a ser menos costosa que la deuda bancaria y la deuda con el público.	Tiempo de colocación más lento que el financiamiento bancario.
		Es escalable para grandes proyectos.	
Financiamiento originado por el Mercado de Valores	Emisión de Acciones	Transfiere todos los riesgos inherentes al negocio a los nuevos accionistas.	Obligación para cumplir con normas de gobierno corporativo y revelar información financiera públicamente.
			Cede control de la empresa e impone costos reales en el trato con nuevos accionistas.
			Si es rentable, sujeto a la doble tributación impositiva.

Tomando en cuenta que la ambición de las empresas hacia los proyectos de expansión constituye un aspecto puramente cualitativo y con amplias ramificaciones, consideramos que el estudio de este punto de vista descansa más en las ciencias organizaciones que a la materia económica y financiera. De manera alternativa, el estudio de la existencia del incentivo económico puede ser cuantificado y comparado frente a otros países proporcionando una evidencia empírica necesaria para el estudio de las soluciones al

problema de financiación de empresas. En ese sentido, con el fin de estudiar el prospecto de las emisiones de capital en el mercado de valores, entendemos que el punto clave para estudiar el incentivo se centra sobre el concepto de la prima por riesgo. Esta se puede interpretar como la tasa de retorno en exceso a la tasa libre de riesgo (bonos soberanos) a la cual el inversionista se encuentra dispuesto a asumir el riesgo inherente a un instrumento financiero originado por el emisor [1][2]. En términos prácticos, esto nos indica en cuanto debe incrementar la tasa de retorno del instrumento para justificar el costo de oportunidad que asume un inversionista al no invertir en los bonos del estado emitidos en la moneda nacional (considerados efectivamente libres de riesgo de crédito).

Tabla 2:
El Riesgo de una Firma (Sharpe, 1981)

Economía	Industria (R_m)	Compañía (β)
Sistémico (R_f)	No Sistémico	
Exógeno		Endógeno

La literatura académica [Tabla 2] sugiere ampliamente que el riesgo de una empresa se puede cuantificar como la sumatoria del riesgo país, el riesgo de la industria, y el riesgo idiosincrático (particular) de la empresa. La formulación del retorno esperado por los inversionistas sigue la forma:

$$E(R_i) = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (1)$$

Donde el beta interpreta como el riesgo que recae en la covarianza del activo con el mercado con respecto a la varianza de los retornos del mercado o la contribución de cada dólar invertido en el activo al portafolio del mercado en proporción al riesgo [4].

Las empresas que buscan el financiamiento y son ofertantes de los instrumentos financieros, al momento de recurrir al mercado de capitales enfrentan restricciones prácticas impuestas por las fuerzas competitivas del mercado de valores: deben pagar la prima por riesgo. En consecuencia, desde el punto de vista del emisor, el nivel de la tasa libre de riesgos y la prima por riesgo últimamente definirán el atractivo de tomar financiamiento a través del mercado de valores frente a la alternativa del mercado privado (bancos) lo cual tiene dos implicaciones: primero, de esto se desprende la relación inseparable entre la estructura de tasas en la economía, los rendimientos de bonos gubernamentales y la prima por riesgo exigida por inversionistas. Manteniendo la última constante, a mayor dispersión entre los préstamos comerciales y los bonos libres de riesgo, más fuerte será el incentivo de utilizar el mercado de valores. Segundo, el criterio de decisión para el empresario es simple: si, y solo si el costo financiarse emitiendo valores es más bajo tomar dinero del banco, la alternativa será considerada viable; de lo contrario, el acceso al mercado no hará sentido económico. En el caso particular de ofertar acciones, la tasa de retorno deberá ser más atractiva que la tasa de bonos del mismo emisor. Por lo tanto, la siguiente identidad algebraica deberá mantenerse:

$$R_f < R_m < E(R_i) \quad (2)$$

En esta investigación, bajo el supuesto de la ecuación (2), a partir de R_f estimamos R_m y $E(R_i)$.

Resultados

Analizamos el periodo Enero 2014-Noviembre 2016 con frecuencia mensual utilizando las siguientes fuentes: la base de datos de Damodaran⁴ en referencia a la estructura y el costo del capital de las empresas de mercados emergentes, Bancos Centrales de la Republica Dominicana, Colombia, Chile, México y Perú para fines de tasas de interés y emisiones de bonos locales, y la Superintendencia del Mercado de Valores para fines de los rendimientos de bonos gubernamentales en el mercado nacional. Las tasas en República Dominicana y los rendimientos de bonos gubernamentales (con vencimiento a 360 días) fueron ajustados por la depreciación del peso acumulada móvil de 12 meses. Para fines de estimación de la Prima por Riesgo de Acciones (ERP) se utiliza la tasa de rendimiento del bono de US Treasury a 10 años ya que este es ampliamente aceptado como la tasa de descuento libre de riesgo a largo plazo.

Tabla 3:
Tasas de Interés

Año	Rendimiento Treasury 10 ^a (R_f)	EM Costo Deuda Bruto	EM Costo del Capital	Rep. Dom Tasa Preferencial	Rep. Dom. Tasa Comercial	Curva Cero Gubernamental
2014	2.17%	6.80%	10.61%	6.37%	8.63%	5.19%
2015	2.27%	5.13%	10.48%	7.71%	10.61%	5.44%
2016	2.45%	5.33%	10.79%	9.49%	12.19%	7.05%
Promedio	2.30%	5.76%	10.63%	7.86%	10.48%	5.89%

Tabla 4:
Comparativo Prima por Riesgo

Año	Riesgo Pais Republica Dominicana	Prima por Riesgo en Acciones $E(R_i)$				
		Republica Dominicana	Caribe	Centroamérica y Sudamérica	Colombia, Chile, México y Perú	Mercados Desarrollados
2014	6.75%	12.50%	11.05%	11.20%	7.59%	5.75%
2015	7.07%	13.32%	11.89%	11.83%	8.18%	6.25%
2016	6.40%	12.09%	11.84%	10.97%	7.43%	5.69%
Promedio	6.74%	12.64%	11.59%	11.33%	7.73%	5.90%

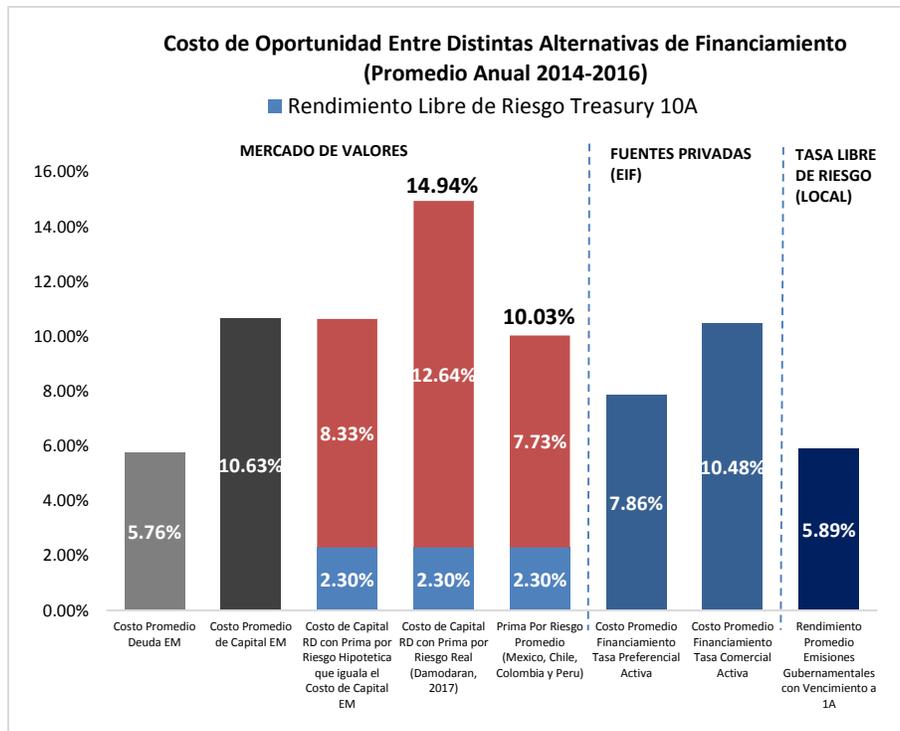
Los bonos gubernamentales nacionales con vencimiento a 1 año han rendido la tasa de 5.89% anual. Esto implica que para igualar el costo promedio del capital accionario de países emergentes, en República Dominicana la prima por riesgo sobre el capital estimada sería igual a 8.33%. Esto se encuentra por debajo del 12.64% estimado por Damodaran. El mismo autor estimó un rendimiento promedio el 7.73% entre México, Chile, Colombia y Perú; y 5.90% correspondiente a mercados desarrollados a nivel global. Las estimaciones indican que el retorno real exigido por inversionistas a las empresas nacionales que desean colocar acciones y atraer capitales del exterior tendría que dar retornos entre el 10.63% que ofrecen países más desarrollados de la región y el 14.94%.

Los propietarios de las firmas que dejan ese nivel de rentabilidad podrían elegir entre aceptar nuevos socios, compartir el retorno sobre el capital generado y ceder cierto control

⁴ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

de la empresa, o financiarse de fuentes privadas (bancos locales) a un costo bruto de 7.86% (tasa preferencial) antes de restar el costo financiero. El diferencial entre esta última y el bono libre de riesgo local es de 1.97% en términos reales. Consideramos esto un hallazgo importante, pues podría fungir como un desincentivo económico en la decisión de las empresas a acceder el mercado de valores tanto para emitir renta fija como acciones ya que financiarse de fuentes privadas en esas condiciones luce una opción más atractiva: menor costo, el financiamiento es más rápido, no existe el costo regulatorio, la necesidad de relevar información financiera, ni obligaciones de gobierno corporativo; y en el caso particular de la emisión de acciones, no es necesario ceder control de la empresa.

Gráfico 2:



El análisis de la estructura de las tasas revela algunos aspectos interesantes. De los cinco países comparados, República Dominicana ha registrado la mayor dispersión entre la tasa de la política monetaria, la curva cero de bonos gubernamentales con vencimiento a 1 año en el mercado secundario de renta fija y la tasa de emisiones de Letras con vencimiento a 1 año. Asimismo, la tasa libre de riesgo en el país supera en 0.13% la tasa promedio del costo de la deuda (antes de impuestos) en las emisiones de renta fija de los países emergentes. Adicionalmente, el diferencial entre la tasa Comercial y el rendimiento de la curva cero de bonos gubernamentales es la menor del grupo, mientras que el diferencial entre la tasa de la política monetaria y la curva cero registra el mayor coeficiente (a Noviembre de 2016 equivalía 65.67%). Esto parece confirmar la persistencia en los hallazgos de OECD (2012) referentes a la coordinación de la política monetaria.

Finalmente, el hallazgo más interesante indica que la Tasa Preferencial Activa registró niveles por debajo de la curva cero de los bonos gubernamentales de corto plazo, indicando efectivamente existencia de arbitraje de riesgo, y ocasionando un diferencial de tasa negativo durante ese periodo.

Gráfico 3:

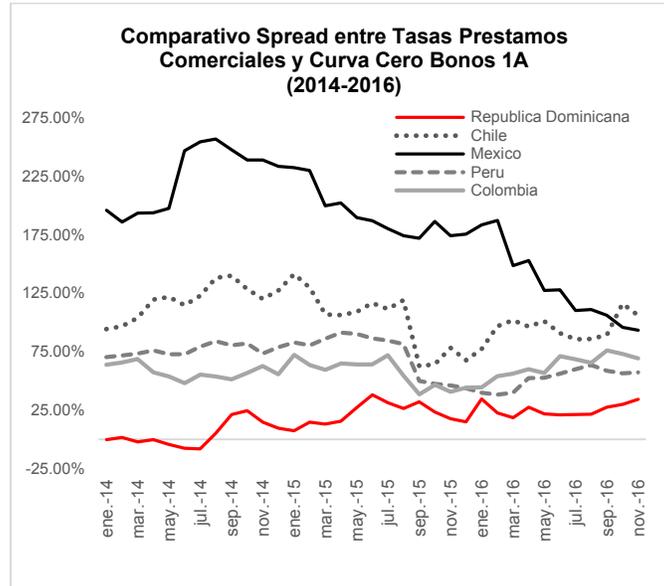
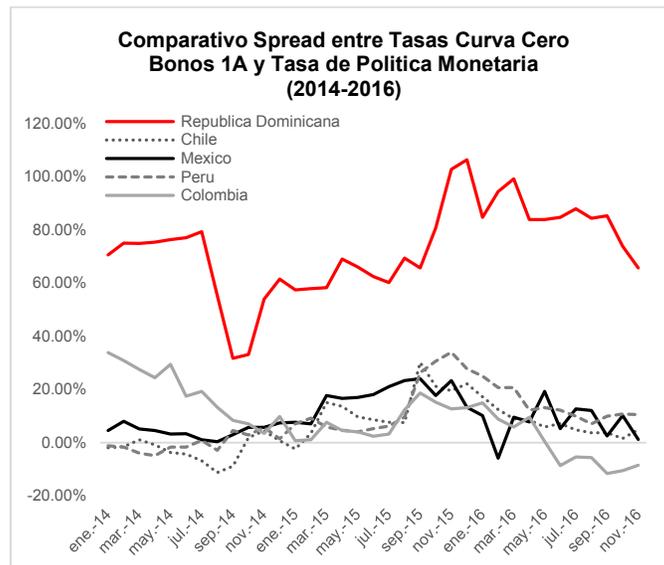


Gráfico 4:



Conclusiones

Nuestra investigación indica que, con fines de motivar el acceso al mercado de capitales y especialmente las emisiones de acciones, sería favorable incrementar el diferencial entre tasas comerciales y las tasas libres de riesgo. Consideramos tres opciones: aumento en sentido amplio de las tasas de financiamiento bancario, una reducción relevante en la tasa libre de riesgo en las emisiones gubernamentales o una combinación de ambas. Minimizar la dispersión entre la estructura de las tasas tiene el potencial de enviar una señal positiva a los mercados y acercar la relación riesgo-retorno a los demás países de la región.

Referencias

- [1] Mehra, Rajnish, and Edward C. Prescott. "The equity premium: A puzzle." *Journal of monetary Economics* 15.2 (1985): 145-161.
- [2] Weil, Philippe. "The equity premium puzzle and the risk-free rate puzzle." *Journal of Monetary Economics* 24.3 (1989): 401-421.
- [3] Bhamra, Harjoat S., Lars-Alexander Kuehn, and Ilya A. Strebulaev. "The levered equity risk premium and credit spreads: A unified framework." *Review of Financial Studies* 23.2 (2010): 645-703.
- [4] Fama, Eugene F; French, Kenneth R (Summer 2004). "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence". *Journal of Economic Perspectives*. **18** (3): 25-46.

Anexos

Tabla 5.

Periodo	República Dominicana					Chile					Mexico					Peru					Colombia				
	Tasa Política	Tasa de Emisiones	Curva BC	Tasa Preferencial	Tasa Prestamos	Tasa Política	Tasa de Emisiones	Curva BC	Tasa Preferencial	Tasa Prestamos	Tasa Política	Tasa de Emisiones	Curva BC	Tasa Preferencial	Tasa Prestamos	Tasa Política	Tasa de Emisiones	Curva BC	Tasa Preferencial	Tasa Prestamos	Tasa Política	Tasa de Emisiones	Curva BC	Tasa Preferencial	Tasa Prestamos
	Monetaria	Notas	1A	Notas	Comerciales	Monetaria	Notas	1A	Comerciales	Comerciales	Monetaria	Notas	1A	Comerciales	Comerciales	Monetaria	Notas	1A	Comerciales	Comerciales	Monetaria	Notas	1A	Comerciales	Comerciales
ene-14	6.25			10.66	13.79	4.50			8.57	3.66	10.84	4.00	4.06	3.95	6.7	3.25			5.2	5.2	3.25			4.35	7.13
feb-14	6.25			10.94	14.33	4.40			8.53	3.78	10.81	4.00	4.07	3.93	6.8	3.25			5.3	5.3	3.25			4.25	7.06
mar-14	6.25			10.93	13.18	4.11			8.47	3.67	10.81	4.00	4.02	3.84	6.7	3.25			5.3	5.3	3.25			4.14	6.99
abr-14	6.25	7.04		10.96	13.65	4.00			8.72	3.50	10.76	4.00	4.02	3.80	6.7	3.50			5.4	5.4	3.50			4.35	6.85
may-14	6.25			11.02	12.45	4.00			8.55	3.61	10.75	4.00	4.05	3.93	6.8	3.50			5.4	5.4	3.50			4.53	6.97
jun-14	6.25	6.73		11.07	11.99	4.00			8.22	3.00	10.76	4.00	4.05	3.93	6.8	4.00			5.4	5.4	4.00			4.70	6.96
jul-14	6.25			11.21	12.30	3.88			8.05	3.03	10.75	3.75	4.03	3.78	6.8	4.00			5.4	5.4	4.00			4.77	7.41
ago-14	6.25			9.71	12.17	3.63			7.67	3.00	10.75	3.75	4.02	3.64	6.7	4.25			5.4	5.4	4.25			4.94	7.40
sep-14	6.25			8.23	9.98	11.48			7.35	3.00	10.75	3.50	3.91	3.66	6.6	4.50			5.2	5.2	4.50			4.87	7.38
oct-14	6.25			8.32	10.36	3.14			7.31	3.00	10.75	3.50	3.86	3.60	6.6	4.50			5.2	5.2	4.50			4.98	7.55
nov-14	6.25			9.62	11.04	3.00			6.90	3.17	10.75	3.50	3.88	3.70	6.4	4.50			5.4	5.4	4.50			4.85	7.58
dic-14	6.25			10.09	11.05	3.00			6.88	3.00	10.75	3.50	3.84	3.55	6.4	4.50			5.6	5.6	4.50			4.94	7.70
ene-15	6.25			9.84	10.58	3.00			7.07	3.00	10.75	3.25	3.61	3.48	6.4	4.50			5.5	5.5	4.50			4.53	7.81
feb-15	6.25			9.87	11.31	3.00			7.13	3.00	10.6	3.25	3.54	3.55	6.4	4.50			5.0	5.0	4.50			4.55	7.44
mar-15	6.25			9.89	11.18	3.00			7.15	3.00	10.59	3.25	3.51	3.44	6.4	4.50			4.8	4.8	4.50			4.84	7.73
abr-15	5.75			9.72	11.22	3.00			7.04	3.00	10.59	3.25	3.43	3.40	6.5	4.50			4.8	4.8	4.50			4.70	7.77
may-15	5.25			8.72	11.09	3.00			6.88	3.00	10.18	3.25	3.38	3.38	6.4	4.7			4.7	4.7	4.50			4.68	7.68
jun-15	5.00			8.12	11.22	3.00			7.06	3.00	10.17	3.25	3.35	3.42	6.4	4.7			4.7	4.7	4.50			4.61	7.57
jul-15	5.00			8.01	10.52	3.00			6.83	3.00	10.18	3.25	3.45	3.45	6.4	4.6			4.6	4.6	4.50			4.64	7.99
ago-15	5.00			8.47	10.70	3.00			7.07	3.00	10.15	3.25	3.47	3.56	6.5	4.7			4.7	4.7	4.50			5.06	7.82
sep-15	5.00	3.47		8.29	10.94	3.00			6.34	3.00	10.13	3.50	3.58	4.42	6.6	5.1			5.1	5.1	4.75			5.64	7.81
oct-15	5.00			9.04	11.17	3.13			6.24	3.00	10.12	3.50	4.55	4.57	6.7	5.2			5.2	5.2	4.75			5.47	8.02
nov-15	5.00			10.14	11.94	3.25			6.93	3.00	10.15	3.50	4.58	4.69	6.9	5.3			5.3	5.3	5.50			6.10	8.72
dic-15	5.00	5.63		10.32	11.88	3.35			6.86	3.25	10.15	3.75	4.74	4.79	6.9	5.4			5.4	5.4	5.75			6.62	9.39
ene-16	5.00	5.31		9.24	12.42	3.50			7.28	3.25	10.15	4.00	4.95	5.00	7.0	5.4			5.4	5.4	5.75			6.84	9.55
feb-16	5.00			9.72	11.91	3.50			7.75	3.75	10.15	4.25	5.16	5.13	7.1	5.5			5.5	5.5	6.25			7.00	10.49
mar-16	5.00			9.96	11.82	3.50			7.71	3.75	10.23	4.25	5.12	5.13	7.2	5.7			5.7	5.7	6.50			7.01	10.75
abr-16	5.00			9.19	11.72	3.50			7.47	3.75	10.23	4.25	4.78	4.77	7.3	5.9			5.9	5.9	6.50			7.18	11.39
may-16	5.00			9.19	11.21	3.80			7.45	3.75	10.17	4.25	4.60	4.81	7.3	6.0			6.0	6.0	7.25			7.35	11.43
jun-16	5.00			9.24	11.17	3.50			7.16	4.25	10.19	4.25	4.78	4.77	7.5	6.0			6.0	6.0	7.50			7.28	11.73
jul-16	5.00			9.40	11.40	3.50			6.81	4.25	10.07	4.25	4.60	4.67	7.5	6.1			6.1	6.1	7.50			7.15	11.96
ago-16	5.00			9.22	11.19	3.50			6.75	4.25	10.05	4.25	4.54	4.55	7.4	5.9			5.9	5.9	7.75			7.70	12.10
sep-16	5.00			9.27	11.82	3.50			6.88	4.75	10.04	4.25	4.33	4.67	7.4	5.9			5.9	5.9	7.75			7.24	12.07
oct-16	5.50			9.56	12.44	3.50			7.68	4.75	10.24	4.25	4.25	4.71	7.4	5.8			5.8	5.8	7.75			7.45	12.00
nov-16	5.50			9.11	12.24	3.50			7.57	5.25	10.27	4.25	4.10	4.70	7.4	5.7			5.7	5.7	7.75			7.45	12.00

Gráfico 5.

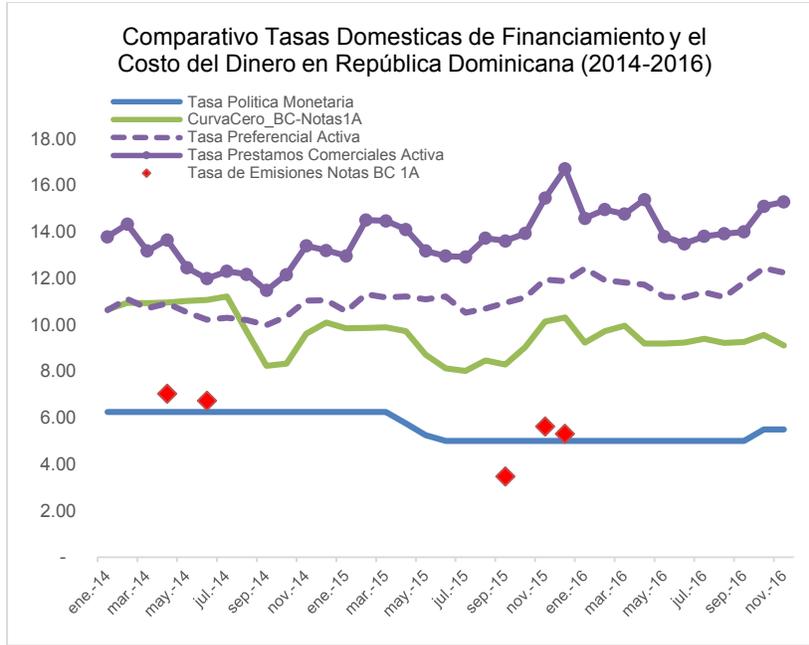


Gráfico 6.

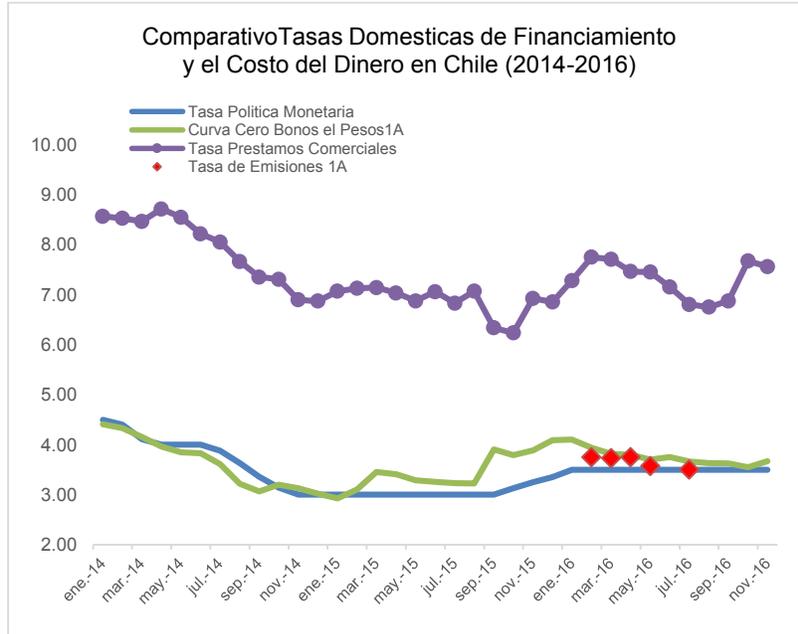


Gráfico 7.

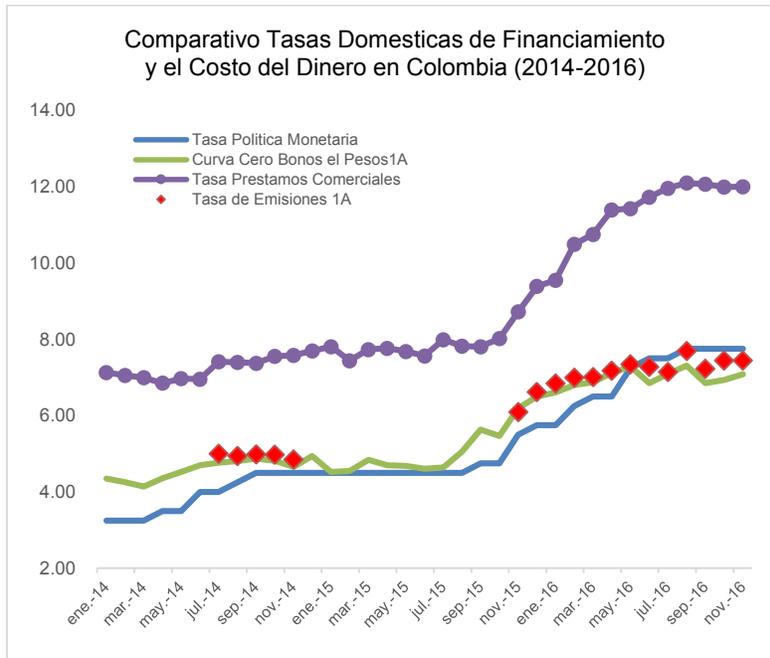


Gráfico 8.

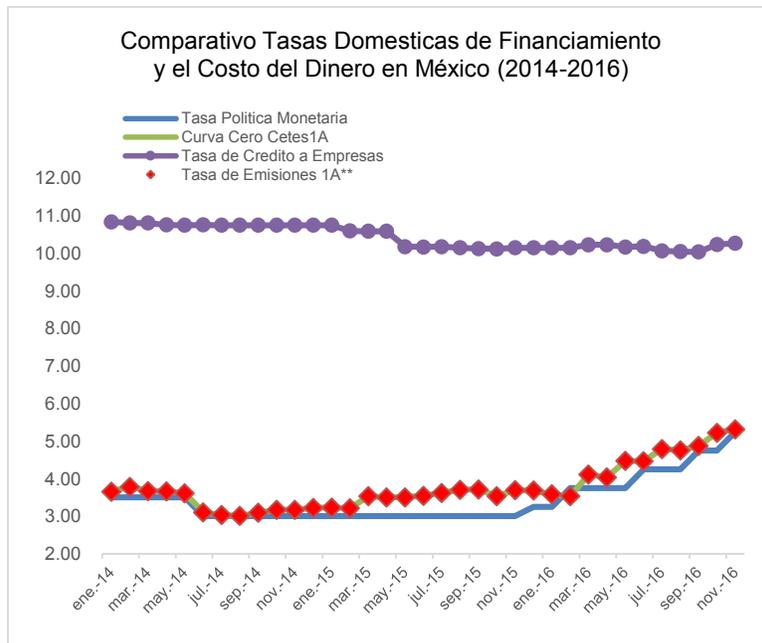


Gráfico 9.

