



**ESCUELA POLITÉCNICA DEL EJÉRCITO  
SEDE LATACUNGA**

**FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS**

**PROYECTO DE GRADUACIÓN PREVIO A LA OBTENCIÓN  
DEL TÍTULO DE INGENIERO EN FINANZAS, CONTADOR  
PÚBLICO - AUDITOR**

**TEMA:**

**“EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO COMO  
MECANISMO PARA LA TRANSFERENCIA DEL AHORRO  
HACIA LOS PROYECTOS DE INVERSIÓN”**

**REALIZADO POR:**

**Viviana Alexandra Bonilla Nieto**

**DIRECTOR:**

ECO. MBA. Jorge Rosero Albán

**CO - DIRECTOR:**

ECO. MBA. Carlos Parreño Herrera

**Latacunga, Abril del 2006**

## **CERTIFICADO**

En nuestra calidad de Director y Codirector de Tesis, certificamos que la Señorita Viviana Alexandra Bonilla Nieto, ha desarrollado el Proyecto de Grado titulado: “EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO COMO MECANISMO PARA LA TRANSFERENCIA DEL AHORRO HACIA LOS PROYECTOS DE INVERSIÓN”, aplicando las disposiciones institucionales, metodológicas y técnicas que regulan esta actividad académica, por lo que, autorizamos para que, la mencionada alumna, reproduzca el documento definitivo, presente a las autoridades de la Facultad de Ciencias Administrativas y proceda a la exposición de su contenido.

Atentamente,

Eco. MBA. Jorge Rosero  
DIRECTOR DE TESIS

Eco. MBA. Carlos Parreño  
CODIRECTOR DE TESIS

## **AGRADECIMIENTO**

En primer lugar quiero agradecer a Dios y a la Virgen por permitirme culminar una etapa tan importante dentro de mi carrera estudiantil.

A mis Padres, por entregarme todo su apoyo, cariño y comprensión a lo largo de mi vida.

A mi Hermano, por ser mi amigo, por acompañarme siempre en todo lugar y estar ahí cuando lo he necesitado.

A mi Abuelita y Tía, por todo su amor al enseñarme que el camino para alcanzar los sueños, no es el más fácil, sino el que esta lleno de obstáculos, los cuales me hacen cada día más fuerte.

A mi familia, por su respaldo y fuente de inspiración para salir adelante todos los días.

A todos mis profesores, por su sabiduría y paciencia para compartir sus conocimientos.

Al Eco. Jorge Rosero, Director y al Eco. Carlos Parreño, Codirector de Tesis; ya que sin su apoyo e interés no hubiese sido posible esta meta alcanzada.

Al Ing. Mauricio Franco, por su guía y comprensión en la realización del presente trabajo.

## **DEDICATORIA**

Dedico todo este esfuerzo a mis padres y a mi hermano porque son el pilar fundamental de mi vida, ya que con su cariño y comprensión me han mostrado el camino correcto para alcanzar mis metas y objetivos.

También quiero dedicar especialmente este logro a mi abuelita Virginia y a mi tía Hildita; por acompañarme siempre y ayudarme a levantar todas las veces que he caído.

Por último, quiero dedicar esta meta alcanzada a todos mis primos, porque siempre he recibido de ellos un abrazo y un beso cariñoso, que me han dado fuerza para seguir y luchar contra todo por alcanzar mis sueños.

¡Este logro va por ustedes!

Vivi

Latacunga, abril del 2006

**ESCUELA POLITÉCNICA DEL EJÉRCITO SEDE LATACUNGA**

**FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS**

El presente trabajo fue realizado por:

Viviana Alexandra Bonilla Nieto  
0502685282

Ing. Galo Vásquez  
DECANO DE LA FACULTAD

Dr. Rodrigo Vaca  
SECRETARIO ACADÉMICO

## **DECLARACIÓN DE AUTENTICIDAD Y RESPONSABILIDAD EXPRESA**

Quien suscribe Viviana Alexandra Bonilla Nieto, portadora de la Cédula de Ciudadanía N° 0502685282, libre y voluntariamente declaro que el presente tema de investigación sobre: “EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO COMO MECANISMO PARA LA TRANSFERENCIA DEL AHORRO HACIA LOS PROYECTOS DE INVERSIÓN”; es original, auténtico y personal.

En tal virtud declaro que el contenido y para los efectos legales y académicos que se desprenden de la presente tesis, es y será de mi exclusiva responsabilidad legal y académica.

Para respetar el derecho intelectual del autor de la información secundaria utilizada a manera de bibliografía se muestra el documento como pie de página.

La restante información recabada en el documento es soporte intelectual principalmente adquirido en el transcurso de mi carrera universitaria.

Atentamente,

Viviana Alexandra Bonilla Nieto

C.C. 0502685282

AUTORA

## INDICE GENERAL

**CERTIFICADO**

**AGRADECIMIENTO**

**DEDICATORIA**

**INDICE**

**PÁG.**

### **CAPITULO I**

#### **AHORRO, INVERSIÓN, MERCADO DE CAPITALES Y CRECIMIENTO ECONÓMICO**

##### **1.1 INTRODUCCIÓN**

1.1.1 El ahorro	1
1.1.2 Formas de ahorro	2
1.1.3 La Inversión	4
1.1.4 Tipos de Inversión	4

##### **1.2 MERCADOS FINANCIEROS**

1.2.1 Por plazos de los recursos	6
1.2.2 Según la forma de transacciones	6

##### **1.3 EL CRECIMIENTO ECONÓMICO**

##### **1.4 IMPORTANCIA DEL MERCADO DE CAPITALES EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO**

##### **1.5 EL MERCADO DE CAPITALES Y SU ROL EN LA ECONOMÍA**

1.5.1 Ahorro e Inversión	14
--------------------------	----

##### **1.6 LOS DETERMINANTES DEL TAMAÑO DEL MERCADO DE CAPITALES**

##### **1.7 INTERVENCIÓN ESTATAL EN EL MERCADO DE CAPITALES**

**PÁG.**

### **CAPITULO II**

# **INDICE GENERAL**

**CERTIFICADO**

**AGRADECIMIENTO**

**DEDICATORIA**

**INDICE**

**CAPITULO I**

**AHORRO, INVERSIÓN, MERCADO DE CAPITALES Y  
CRECIMIENTO ECONÓMICO**

**1.1 INTRODUCCIÓN**

1.1.1 El ahorro

1.1.2 Formas de ahorro

1.1.3 La Inversión

1.1.4 Tipos de Inversión

**1.2 MERCADOS FINANCIEROS**

1.2.1 Por plazos de los recursos

1.2.2 Según la forma de transacciones

**1.3 EL CRECIMIENTO ECONÓMICO**

**1.4 IMPORTANCIA DEL MERCADO DE CAPITALES EN EL  
CRECIMIENTO ECONÓMICO**

**1.5 EL MERCADO DE CAPITALES Y SU ROL EN LA  
ECONOMÍA**

1.5.1 Ahorro e Inversión

**1.6 LOS DETERMINANTES DEL TAMAÑO DEL MERCADO  
DE CAPITALES**

**1.7 INTERVENCIÓN ESTATAL EN EL MERCADO DE**



## **CAPITALES**

### **CAPITULO II**

#### **EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO**

##### **2.1 ANTECEDENTES**

##### **2.2 EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO**

##### **2.3 ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO**

2.3.1 Consejo Nacional de Valores

2.3.2 Superintendencia de Compañías

2.3.3 Bolsas de Valores

2.3.4 Casas de valores o Agentes de Bolsa

2.3.5 Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores

2.3.6 Administradoras de Fondos

2.3.7 Fondos de Inversión

2.3.8 Registro del Mercado de Valores

2.3.9 Calificadoras de Riesgo

##### **2.4 PROMULGACIÓN DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES**

##### **2.5 OBJETIVOS DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES**

##### **2.6 LA EMISIÓN DE TÍTULOS – VALORES**

##### **2.7 TÍTULOS A EMITIR**

2.7.1 Concepto

2.7.2 Clasificación de los títulos – valores

2.7.2.1 Por la circulación

2.7.2.2 Según el emisor

2.7.2.3 Por la duración

2.7.2.4 Según el modo como se emiten

### **CAPITULO III**

#### **LA FALTA DE INFORMACIÓN, UNIFORMIDAD EN LA ESTRUCTURA DEL MERCADO Y LAS DEBILIDADES ESTRUCTURALES DE LA EMPRESA ECUATORIANA HAN LIMITADO EL CRECIMIENTO DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO**

3.1 Insuficientes servicios informativos han limitado el desarrollo del Mercado de Valores.

3.2 Modestos actores dentro del Mercado de Valores han determinado el incipiente desarrollo alcanzado por este

3.3 Las debilidades estructurales de la empresa ecuatoriana no han permitido la dinamización y crecimiento del Mercado de Valores.

### **CAPITULO IV**

#### **EL ESCENARIO DEL JUEGO NO HA SIDO EL MEJOR. EL BAJO FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES SE DEBE A LA INESTABILIDAD ECONÓMICA, POLÍTICA Y JURÍDICA.**

4.1 Las variables económicas relacionadas con el Mercado de Valores han limitado su desarrollo y crecimiento

4.2 Detalle que ha escaseado para el normal desempeño del Mercado de Valores es la política que ha influenciado negativamente en este, a tal punto de causarle débil y

poco desarrollo.

- 4.3 El marco institucional relacionado con el Mercado de Valores ha limitado el desarrollo y expansión del mercado bursátil ecuatoriano.
- 4.4 Diferentes desafíos que enfrentan el Mercado de Valores ecuatoriano se constituyen en limitantes para su desarrollo y crecimiento.
- 4.5 El inapropiado escenario económico, político y jurídico crea aversión al riesgo, el cual se refleja en el pobre desempeño del Mercado de Valores.

## **CAPITULO V**

### **CONCLUSIONES**

### **RECOMENDACIONES**

### **GLOSARIO**

### **ANEXOS**

### **BIBLIOGRAFÍA**

## INDICE DE ANEXOS

- **ANEXO N° 1a:** Estructura del Mercado financiero, por plazo de recursos.
- **ANEXO N° 1b:** Estructura del Mercado financiero, según la forma de las transacciones.
- **ANEXO N° 2a:** Estructura del Mercado de Valores
- **ANEXO N° 2b:** Organigrama Estructural de la Superintendencia de Compañías.
- **ANEXO N° 2c:** Organigrama del Área de Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías.
- **ANEXO N° 2d:** Principales Funciones de la Intendencia de Mercado de Valores.
- **ANEXO N° 2e:** Organigrama de la Bolsa de Valores.
- **ANEXO N° 2f:** Liquidación de las Operaciones en las Bolsas de Valores con la Entrega de Títulos Físicos.
- **ANEXO N° 2g:** Listado de las Casas de Valores existentes en el Ecuador.
- **ANEXO N° 2h:** Lista de las Administradoras de Fondos existentes en el Ecuador.
- **ANEXO N° 2i:** Clasificación de los Fondos de Inversión en el Ecuador.
- **ANEXO N° 2j:** Inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

- **ANEXO N° 2k:** Lista de las Calificadoras de Riesgo existentes en el Ecuador.
- **ANEXO N° 2l:** Descripción de los Principales Títulos – Valores.
- **ANEXO N° 3a:** Índices de Acciones utilizados en el Ecuador.
- **ANEXO N° 3b:** Detalle de las Transacciones en las Bolsas de Valores.
- **ANEXO N° 3c:** Emisores del Sector Público y Privado.
- **ANEXO N° 3d:** Títulos de Renta Variable más Tranzados a Nivel Nacional y Capitalización Bursátil.
- **ANEXO N° 3e:** Emisión de Papeles a través del Procedimiento de Oferta Pública.
- **ANEXO N° 3f:** Grupos Financieros.
- **ANEXO N° 3g:** Saldos de Cartera de Crédito por el Sector Económico, Sistema Bancos.
- **ANEXO N° 3h:** Estructura del Sector Empresarial dada en la Constitución de las Empresas.
- **ANEXO N° 4a:** Miembros de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil.
- **ANEXO N° 4b:** Emisión de Obligaciones.
- **ANEXO N° 4c:** Estructura de Costos de Emisión de Obligaciones en la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil.
- **ANEXO N° 4d:** Inversión Extranjera Directa.

## CAPITULO I

# AHORRO, INVERSIÓN, MERCADO DE CAPITALES Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

### OBJETIVO:

Evaluar la efectividad de los diferentes mecanismos como medio alternativo de financiamiento para las empresas.

## 1.8 INTRODUCCIÓN

### 1.8.1 El Ahorro

En su representación más amplia, el ahorro es aquella parte del ingreso que no se consume. Dichos recursos quedan entonces disponibles para que los inversionistas decidan su inversión, la que si es correctamente asignada, se traducirá en un aumento de la capacidad productiva.

Para que la economía pueda crecer en su conjunto y asistir al proceso de creación de riqueza, es fundamental que los ahorros se canalicen hacia los sectores de máxima productividad.

La formación de capital, al que da origen el ahorro, es imprescindible para el crecimiento económico de un país. No existe posibilidad probada de crecimiento económico, sostenido y duradero, si no a través de la formación de capital necesario y suficiente para lograrlo. Este

antecedente es independiente del régimen o sistema político – económico elegido.

### **1.8.2 Formas de Ahorro**

De la misma manera que es necesario elegir consumir los bienes que se ofrecen, es preciso decidir cómo distribuir el ingreso que estamos dispuestos a ahorrar, entre las diversas variables posibles.

En este sentido podemos distinguir cuatro formas clásicas de ahorro:

- a. Bienes físicos (raíces, vehículos).
- b. Mejoramiento de capital humano y calidad de vida.
- c. Dinero efectivo (monedas, metales preciosos).
- d. Activos financieros en general (bonos, títulos, acciones).

Cada una de estas formas implica un beneficio o rendimiento, premiando el sacrificio en términos de consumo, a su vez, cada una de ellas incluye un riesgo en cuanto a la obtención del beneficio deseado; y por último, cada una tiene un sitio en las preferencias de cada persona. La valoración de estos elementos, va a determinar cómo distribuirá sus ahorros un individuo que actúa racionalmente.

En las dos primeras formas de ahorro (a y b), vemos que el individuo procede de tal manera que realiza las funciones de ahorrista e inversionista al mismo tiempo. Este es el caso de una persona que junta dinero para adquirir un bien determinado o mejorar el capital humano, lo cual cubrirá una necesidad individual o empresarial.

En los dos tipos siguientes (c y d), no se está realizando una inversión directa, sino que a falta de proyectos de inversión, se prefiere facilitar esos fondos a instituciones especializadas en el manejo de los mismos, dando de esa forma origen al crédito.

Podemos decir entonces que el crédito consiste en la cesión del derecho al uso directo de recursos por un tiempo determinado, a cambio de ciertos pagos por períodos, expresados comúnmente como tasa de interés. Sin embargo, conviene destacar el tipo “c” por cuanto puede dar lugar al fenómeno atesoramiento. Ello ocurre cuando el ahorro obtenido no se canaliza al sector productivo, sino que se conserva físicamente en dinero, monedas o metales preciosos en poder del ahorrista. En este caso el ahorro es estéril, ya que no concurre a la formación de capitales para su inversión, sino que queda retenido en forma improductiva. Podemos concluir que el atesoramiento indica una actitud primitiva por parte de los sujetos, motivada por la falta de cultura inversora, en algunos casos, o por circunstancias o factores determinantes de tal actitud en otros, tales como la falta de confianza de los sujetos económicos.

Fuera de los casos descritos, el ahorro adquiere el carácter de crédito, y este último puede tener muchas formas, pero fundamentalmente la doctrina clásica distingue dos clases instrumentadas de la siguiente forma:

1. Títulos denominados de riesgo, representativos del capital del tomador, por ejemplo las acciones.
2. Títulos de deuda, por ejemplo bonos, obligaciones.

En el primer caso significa que el ahorrista se convierte en titular de un número determinado de acciones de una sociedad, y consecuentemente asume el riesgo empresarial, porque es el dueño de una parte de la empresa en la que invirtió; si la empresa tiene éxito, habrá utilidades para distribuirse en forma de dividendos. Si fracasa, se puede llegar hasta la quiebra de la sociedad; en este caso se pierde el capital invertido. En los títulos de deuda, el retorno de la inversión es la renta pactada y de alguna manera es independiente de la marcha del negocio.



Como vemos, en ambos casos existe riesgo, distintos entre sí. Lo primordial es poder determinarlo y manejarlo prudentemente, esto se logra con educación, información y asesoramiento profesional.

Es importante destacar que cualquiera que sea la forma de ahorro, lo esencial es canalizarlo a través de un Mercado Financiero, que a su vez dispondrá de instrumentos financieros que faciliten la transferencia de recursos desde los agentes ahorristas hacia los inversionistas.

### **1.8.3 La Inversión**

Un individuo puede gastar toda su riqueza inmediatamente, despreciando todo su consumo futuro; pero no lo hace, pues escoge consumir menos ahora, con la intención de disfrutar de un consumo futuro. Este residuo constituye el ahorro, que se lo puede invertir en activos con riesgo, prestar o guardar en forma líquida. Es decir, la inversión constituye desembolsos realizados por individuos, empresas o gobiernos para acumular capital.

Las inversiones son el resultado de la canalización de ahorros; si los ahorros son dirigidos apropiadamente hacia inversiones productivas, y no sólo al consumo, propician mejores días, ya que propende el desarrollo de empresas, crea fuentes de empleo y mejora la calidad de vida de la población.

Cuando se realiza cualquier tipo de inversión se está transfiriendo dinero hacia quienes lo requieren y a cambio se obtiene una compensación.

### **1.8.4 Tipos de Inversión**

El momento en que un individuo o empresa decide invertir, tiene cuatro opciones para hacerlo:

- a. Comprar activos reales para hacerlos producir, se denomina **inversión productiva**, ya que los recursos son destinados hacia la compra de

bienes de capital, como maquinarias, herramientas, vehículos para trabajo, etc., los cuales permiten impulsar la producción de bienes y servicios para la sociedad.

- b. Mantener el dinero en una opción bancaria para que rinda interés, se conoce como **inversión monetaria**, porque se deposita los recursos en una institución financiera para colocarlos en pólizas, depósitos a plazo fijo, cuentas de ahorros, etc., en este caso el inversionista no conoce el destino final de sus ahorros.
- c. Entregar el dinero a una empresa a cambio de obtener una acción que le genere un dividendo, al adquirir la acción de una compañía del sector real de la economía, se está realizando una inversión productiva, que a largo plazo orienta los recursos al fortalecimiento de la producción.
- d. Entregar el dinero a una empresa a intercambio de un bono que le genere renta fija, es una inversión productiva y no monetaria, ya que suministra recursos al sector empresarial, especialmente a largo plazo.

## **1.9 MERCADOS FINANCIEROS**

Un mercado financiero es el conjunto de instituciones y canales de interrelación entre la oferta y demanda de fondos. Además, se lo considera como un mecanismo que facilita la canalización de recursos para el financiamiento de las diferentes actividades económicas y productivas que tiene lugar en la sociedad.

En este mercado actúan los intermediarios que son los encargados de enlazar las decisiones de ahorro con las decisiones de gasto, es decir, permiten la transferencia de rentas de las personas, empresas que tienen un excedente de dinero, hacia las personas, empresas que lo necesitan.

De esta manera se potencia el ahorro y se permite un equilibrio eficiente entre tales fuerzas.

El desarrollo de un mercado financiero tiene como finalidad suministrar a la actividad real la mayor cantidad de recursos monetarios al menor costo posible, colaborando así a una reducción de los costos financieros y de las incertidumbres con las que se enfrenta el sector real. El mercado financiero se puede clasificar de distintas formas:

### **1.9.1 Por plazos de los recursos**

Atendiendo al plazo, se clasifican entre Mercados Monetarios, Mercados de Crédito y Mercado de Capitales. En los primeros se ofrecen y demandan fondos a corto plazo, los segundos a mediano plazo y los últimos a largo plazo (Anexo N° 1a).

### **1.9.2 Según la forma de transacciones**

Se clasifican en mercados intermediados y mercados directos o no intermediados:

En el mercado intermediario los ahorristas e inversionistas transfieren sus recursos a una institución financiera (generalmente un banco, en forma de depósitos a la vista, plazo, ahorro, etc.) que a su vez se encarga de realizar una evaluación de riesgo y crediticia para colocarlo en diferentes sectores de actividad empresarial. Con esta operación, el intermediario cubre sus costos y se margina una utilidad.

En el mercado directo o de desintermediación financiera, las empresas captan fondos directamente de los ahorristas e inversionistas, sin que tenga que existir un intermediario. Esto lo consiguen a través de la emisión de títulos – valores, sean de deuda o patrimonio, que luego son negociados en la Bolsa de Valores (Anexo N° 1b).

Los mercados intermediarios y no intermediarios coexisten en la mayoría de los países del mundo aunque, dependiendo del caso, generalmente uno se desarrolla más que el otro. Alemania es un ejemplo de mayor desarrollo relativo del mercado bancario (intermediado), mientras que Estados Unidos y el Reino Unido han tenido un mercado no intermediado más dinámico (sin desconocer el papel de las instituciones financieras). Por ello, los modelos alemán y anglosajón se han convertido en esquemas de desarrollo alternativo del Mercado de Capitales.

De acuerdo con los trabajos de Stiglitz<sup>1</sup> (1994) y Allen y Gale<sup>2</sup> (1995), no se puede afirmar que exista una estructura óptima de Mercado de Capitales. Es decir, no se puede juzgar a priori y considerar un modelo mejor que el otro. Por ejemplo, el sistema alemán no es menos eficiente en el cumplimiento de las funciones del Mercado de Capitales que el sistema anglosajón. Cada estructura posee ventajas y desventajas, y cada una corresponde a circunstancias particulares de cada país<sup>3</sup>. Más aún, en términos generales se puede observar a nivel mundial una tendencia hacia la complementación de dos sistemas más que a su sustitución. A continuación se presenta un corto análisis de las ventajas de uno y otro sistema:

- Diversos estudios revelan que en los países desarrollados, los recursos internos son la principal fuente con que las empresas financian sus planes de inversión. En cuanto a las fuentes externas o

---

<sup>1</sup> Joseph E. Stiglitz, se ha destacado en su labor como economista, ha demostrado que la información asimétrica es clave para entender muchos fenómenos de los mercados, incluido el desempleo y las políticas crediticias.

<sup>2</sup> Allen, F. y D. Gale, autores de libros como: "Sistema de Corporación Financiera", "Manipulación de las Reservas – Precios", "Repaso de las Finanzas", "Opciones a las Crisis Financieras". Proporcionaron las etapas en el desarrollo de la banca moderna, entre otros.

<sup>3</sup> En los modelos de equilibrio general (Arrow – Debreu) no hay razón para la existencia de intermediarios, mientras que en otros modelos con información imperfecta la existencia de intermediarios genera mayor bienestar en la medida en que reducen los problemas de selección adversa y riesgo moral.

transferidas por el Mercado de Capitales, los créditos bancarios dominan a la financiación por medio de acciones y / o obligaciones.

- Los sistemas intermediados ofrecen ventajas en la conversión de plazos en la medida en que estructuran contratos de largo plazo, elimina los riesgos de liquidez y evitan el fenómeno de cortoplacismo de los sistemas no intermediados.
- Los sistemas no intermediados tienen ventajas en la provisión de mecanismos de manejo de riesgo en un momento del tiempo, mientras que los intermediados ofrecen mejores posibilidades de cubrir el riesgo intertemporalmente.
- Los mecanismos de control y reestructuración interna, propios de los sistemas altamente intermediados generan una mayor estabilidad en el desarrollo empresarial.
- Los sistemas no intermediados ofrecen mayor información, pero generan mayor volatilidad.
- Los sistemas intermediados son mejores en la selección de proyectos en industrias tradicionales, mientras que los no intermediados tienen ventajas en la selección de industrias dinámicas e innovadoras.
- Los mecanismos no intermediados reducen los costos de transacción más que los sistemas intermediados, aunque no necesariamente ocurre lo mismo con sus riesgos.

En el caso específico de los países en desarrollo, y en contraste con lo que ocurre en los países desarrollados, las empresas se financian principalmente con recursos externos, fundamentalmente a través de créditos bancarios. Colombia, India y Jordania son ejemplos de ese patrón de comportamiento, mientras que países como Corea y México constituyen excepciones en la medida en que se financian en proporciones importantes (más del 40%) a través del mercado bursátil.

Mientras que la expansión del Mercado de Capitales en ciertos países desarrollados ha estado fundamentada en respuestas espontáneas a

fuerzas del mercado, en los demás países desarrollados así como en los países en desarrollo, los gobiernos han jugado un papel protagónico en su orientación<sup>4</sup>. Efectivamente, la mayoría de los cambios en la estructura y operación de los Mercados de Capitales se ha dado en el contexto de procesos de desarrollo, liberalización o reforma financiera impulsados por entidades gubernamentales o multilaterales.

### **1.10 EL CRECIMIENTO ECONÓMICO**

El crecimiento económico se ha constituido en la preocupación central de los países en los últimos dos siglos, ya que es indispensable que éste exista para que puedan mejorar los niveles de vida de la población que diariamente va en aumento.

El crecimiento económico se mide generalmente por dos indicadores: el PNB<sup>5</sup> total y el PNB per cápita. Aunque el PNB per cápita medido en dólares no es considerado como una medida exacta del poder adquisitivo en diferentes países, de todos modos es la medida que se utiliza más ampliamente; incluso si se corrigen estas cifras para reflejar con mayor precisión el poder adquisitivo del ingreso en cada país, la brecha entre las naciones ricas y las pobres sigue siendo inmensa.

Si bien es cierto, el crecimiento económico aumenta con la riqueza de una nación, lo que mejora las posibilidades de reducir la pobreza y resolver otros problemas sociales. Pero han existido episodios que muestran que el crecimiento económico no se vio acompañado de un progreso similar en materia de desarrollo humano, sino que se alcanzó a costa de una

---

<sup>4</sup> En el caso de los países desarrollados cabe resaltar la experiencia de Alemania, Francia y España, donde la acción gubernamental ha sido definitiva en la creación de mercados derivados.

<sup>5</sup> Producto Nacional Bruto, suma del PIB y el ingreso neto que reciben los factores internos de producción (trabajo y capital) desde fuera de la economía, esto es, desde el resto del mundo.

mayor desigualdad, un desempleo más alto, el debilitamiento de la democracia, la pérdida de la identidad cultural o el consumo excesivo de recursos necesarios para las generaciones futuras. Es decir, para que exista un sostenible crecimiento económico debe nutrirse continuamente de los frutos del desarrollo humano, como la mejora de los conocimientos y las aptitudes de los trabajadores, así como de las oportunidades para utilizarlos con eficiencia: más y mejores empleos, mejores condiciones para el florecimiento de nuevas empresas y mayor democracia en todos los niveles de adopción de decisiones.

A continuación se analiza el rol que juega el ahorro y la inversión sobre las determinantes del crecimiento en países en desarrollo.

En una economía cerrada, la única manera de invertir más es ahorrando más; en este caso el crecimiento se obtendrá a través de una acumulación de capital más rápida, lo que provoca una disminución en el consumo presente. Esto no significa que el gobierno deberá incrementar la tasa de ahorro, porque esto provocaría un castigo para los consumidores actuales; la decisión se basa en que si los proyectos de inversión generan retornos justificativos como para renunciar al consumo actual, se deben llevar a cabo.

En una economía abierta con libre movilidad de capitales, la inversión y el ahorro no necesitan ser iguales porque el país puede tomar o conceder préstamos en los mercados mundiales a la tasa de interés mundial y operar con déficit o superávit de cuenta corriente<sup>6</sup>; lo importante es que las inversiones domésticas en proyectos de inversión generen retornos suficientes para pagar la tasa de interés mundial sobre los préstamos. En

---

<sup>6</sup> Mide la tasa a la que los residentes de un país están tomando préstamos o prestando al resto del mundo. Cuando la cuenta corriente es positiva en un período, significa que los residentes de la nación, están prestando fondos al resto del mundo, en cambio si es negativa, significa que los residentes internos, están contrayendo deudas con el resto del mundo.

este caso la tasa de interés mundial determina la inversión interna, en tanto que el ahorro interno determina el crecimiento del ingreso nacional aunque no necesariamente del producto nacional. Un ahorro doméstico más alto no se convertirá necesariamente en una inversión doméstica más alta, sino que puede resultar simplemente en menor endeudamiento neto con el exterior.

Por el contrario, si el país está aislado de los mercados mundiales de capitales, un ahorro doméstico más alto resultará en inversión doméstica más alta. En este asunto el gobierno podría alentar la formación de capital estimulando el ahorro privado, como por ejemplo disminuyendo la tasa tributaria sobre el ingreso por intereses.

### **1.11 IMPORTANCIA DEL MERCADO DE CAPITALES EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO**

Existe amplia evidencia a nivel internacional que sugiere que la inversión es el principal motor de crecimiento económico. Sólo aquellos países que registran tasas elevadas de formación de capital son capaces de mantener una economía dinámica en crecimiento. Cualquier política de desarrollo debe tener presente este hecho.

Por otra parte, la inversión depende o está en función de los recursos que suministren los ahorradores a través del Mercado de Capitales, es decir mientras más eficiente sea esta transferencia (entre más eficiente sea el Mercado de Capitales), habrá más recursos disponibles para invertir y, como resultado principal, habrá un mayor crecimiento.

Hay por lo menos tres caminos a través de los cuales el Mercado de Capitales afecta el crecimiento:



1. El Mercado de Capitales consume recursos en el proceso de agregación de ahorros y su posterior transferencia hacia la inversión. Los recursos que se sustraen pueden tomar la forma de salarios o de fondos que permanecen inactivos para atender retiros (reservas), y provienen generalmente de las comisiones que se cobran en las Bolsas de Valores. Para un determinado nivel de ahorro, entre mayor sea dicho consumo de recursos, la inversión (y el crecimiento) será menor.
2. El grado de desarrollo del Mercado de Capitales puede afectar la magnitud del ahorro. Entre más eficiente sea el Mercado de Capitales, menor es el costo de la transferencia y, por tanto, mayor es el retorno que se podrá ofrecer a los ahorradores. En ausencia de un Mercado de Capitales los ahorradores no pueden invertir todos sus recursos en activos físicos ilíquidos, en la medida en que pueden necesitar liquidez en caso de emergencia. El Mercado de Capitales permite al ahorrador la colocación de la totalidad de sus recursos excedentarios, en la medida en que garantiza su liquidez por medio de los encajes y otros mecanismos<sup>7</sup>.
3. El grado de desarrollo del Mercado de Capitales afecta la asignación de recursos entre proyectos. Una de las razones es su capacidad de recolectar información y procesarla profesionalmente, de manera que sistemáticamente pueda analizar los pro y contra de proyectos individuales. Este concepto aparece en Greenwood y Jovanovic<sup>8</sup>(1990), donde existe la posibilidad de invertir en tecnología segura de bajo rendimiento y otra riesgosa pero de alto rendimiento. Las instituciones financieras mediante la recolección y el análisis de información adquieren conocimiento acerca de las características de

---

<sup>7</sup> El ahorrador puede retirar fondos de su cuenta corriente o de ahorros, o liquidar los títulos que posea en el mercado secundario.

<sup>8</sup> Greenwood, J. y Jovanovic, B. (1990): Autores de libros como: Desarrollo Financiero, Crecimiento y distribución de los Ingresos, Diario de la Política Económica.

las tecnologías y destinan recursos a aquellas de mayor rendimiento. De esta forma, aumenta la productividad del capital y con ello el crecimiento económico.

Otro de los caminos por los que el Mercado de Capitales mejora la selección de proyectos es mediante la diversificación de riesgos. El modelo Bencivenga y Smith<sup>9</sup> (1991) supone la existencia de una inversión líquida pero de baja rentabilidad y otra líquida pero de alta rentabilidad. En ausencia de un Mercado de Capitales los ahorradores sólo pueden cubrirse contra el riesgo al adquirir un activo de baja rentabilidad, mientras que en el caso opuesto los recursos pueden destinarse hacia la inversión de alta rentabilidad.

Finalmente, Saint – Paúl<sup>10</sup> (1992) ofrece una explicación a la influencia del Mercado de Capitales en la escogencia correcta de proyectos. Su modelo propone dos tecnologías: una flexible pero de bajo rendimiento y otra inflexible con altos retornos. El Mercado de Capitales permite que los recursos del sistema puedan canalizarse hacia la segunda, si este está poco desarrollado, los agentes invierten en tecnologías de bajo riesgo (que no elevan la productividad general de la economía), lo que significa que existen pocos incentivos para desarrollar el Mercado de Capitales ya que no hay necesidad de diversificar el riesgo. La economía se encuentra entonces en mal equilibrio del que ningún productor individual tiene incentivos de apartarse. En estas condiciones, un sistema financiero subdesarrollado implica un aparato productivo de iguales características.

---

<sup>9</sup> Smith, Adam (1723-1790), economista y filósofo británico, cuyo famoso tratado Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones, constituyó el primer intento de analizar los determinantes del capital y el desarrollo histórico de la industria y el comercio entre los países europeos, lo que permitió crear la base de la moderna ciencia de la economía.

<sup>10</sup> Gilles Saint-Paul, licenciado en Ciencias Económicas por la Ecole Polytechnique de París (1985) y Ph.D. en Economía por el Massachusetts Institute of Technology (1990). Sus principales líneas de investigación se centran en temas de macroeconomía, mercado laboral, política económica y crecimiento.

Además de los anteriores desarrollos teóricos, la literatura ofrece un número importante de ejercicios empíricos que comprueban la relación positiva que existe entre Mercado de Capitales y crecimiento económico.

## **1.12 EL MERCADO DE CAPITAL Y SU ROL EN LA ECONOMÍA**

El papel que juega la política macroeconómica en el Mercado de Capitales es de suma importancia. En primer lugar, por definición el monto total de ahorro – inversión es el principal determinante del tamaño global del Mercado de Capitales. Por lo tanto, es claro que la incidencia de la política macroeconómica sobre estas variables repercute en el tamaño del mercado. En segundo término, la política macroeconómica puede afectar, explícita o implícitamente, el tipo de Mercado de Capitales que una sociedad adopte.

### **1.12.1 Ahorro e Inversión**

En una economía cerrada, el ahorro nacional es igual a la inversión, de manera que el saldo en la cuenta corriente es cero. Cualquier incremento en el ahorro es acompañado de un aumento en la inversión. En una economía abierta, el déficit en cuenta corriente es el exceso de inversión sobre el ahorro doméstico. Por lo tanto, si el ahorro interno es menor a la inversión, los extranjeros deben asumir la diferencia adquiriendo derechos sobre el ingreso o producto doméstico.

Cuando la inversión se financia con ahorro externo, es posible que el Mercado de Capitales no se desarrolle. Este es el caso de la adquisición de bienes de capital importados financiados con crédito externo. En estas condiciones, las empresas adquieren maquinaria y equipo, y se endeudan en el exterior, lo cual implica que la intermediación se hace enteramente por fuera del Mercado de Capitales doméstico. Sin embargo, el ahorro

externo puede contribuir al desarrollo del Mercado de Capitales si, por ejemplo, los recursos externos son canalizados hacia las firmas con necesidad de financiación a través del Mercado de Capitales doméstico. Es el caso de la inversión extranjera de portafolio o la utilización de los intermediarios financieros nacionales para trasladar el ahorro externo hacia la inversión doméstica.

El hecho de que el ahorro externo no juegue un papel decisivo en el desarrollo de los mercados de capitales locales es un resultado común. Feldstein y Horioka<sup>11</sup> (1980), encontraron que para horizontes de tiempo suficientemente largos, cambios en el ahorro doméstico se reflejan completamente sobre la inversión. Es decir, en el largo plazo, la inversión y el ahorro doméstico están perfectamente correlacionados, de manera tal que la única forma de mantener altas tasas de inversión es mediante altas tasas de ahorro doméstico. Puesto de otra forma, el tamaño del Mercado de Capitales depende del nivel de ahorro o inversión nacional. El ahorro externo sólo puede hacer contribuciones temporales.

Los diferentes estudios determinan que el riesgo y el costo del uso de capital juegan en papel importante como determinantes de la inversión, así tenemos que un mayor riesgo desincentiva la inversión en la medida que ésta es irreversible (total o parcialmente) y postergable en el tiempo. Si el riesgo de emprender un proyecto es alto, el inversionista sólo lo realizará si la tasa de retorno esperada es alta, ya que un cambio abrupto en las condiciones existentes puede afectar el flujo de caja esperado del mismo; de no ser suficientemente alta la tasa de ahorro, el inicio del proyecto puede dilatarse hasta que se prevean condiciones más favorables.

---

<sup>11</sup> Feldstein, M. y Ch. Horioka (1980), han escrito libros como: "Ahorro domestico y el Flujo de Capital Internacional", "Diario de Economía 90"

De acuerdo con los desarrollos teóricos recientes, una empresa invierte hasta que el valor de su inversión sea igual a su costo de uso más el costo de oportunidad de ejercer la opción de invertir<sup>12</sup>, en el cual crece el riesgo.

La manera más expedita de tener altas tasa de inversión es mediante una combinación de bajas tasas de interés acompañadas de estabilidad económica. Por supuesto, a mayor inversión mayor crecimiento, lo cual retroalimenta las necesidades de mayor acumulación de capital.

Dado que la relación entre ahorro y tasa de interés ha sido mucho más difícil de establecer, tanto a nivel regional como a nivel internacional, parece claro que el mejor ambiente para el desarrollo del Mercado de Capitales es el mismo que favorece a un rápido proceso de acumulación de capital. Una política de represión financiera, asociada a altas tasa de interés reales, no estimula el ahorro ni contribuye al crecimiento económico, desde el punto de vista del Mercado de Capitales favorece la creación de intermediarios financieros con un grado de ineficiencia.

### **1.13 LOS DETERMINANTES DEL TAMAÑO DEL MERCADO DE CAPITALES**

Una vez conocidos los determinantes de la inversión resulta interesante explorar los factores que determinan el tamaño total del Mercado de Capitales, de los cuales la inversión es uno de ellos.

Las demás determinantes del tamaño del Mercado de Capitales muestran resultados de interés. Las economías con mayor grado de desarrollo del

---

<sup>12</sup> El acto de invertir es comparable con una opción de compra de un título o activo (call option). Una vez ejercida la opción de compra, el activo puede venderse pero se pierde la oportunidad de ejercerla en un momento más adecuado (lo cual acarrea un costo de oportunidad).

Mercado de Capitales son también, en promedio, las que tienen mayor ingreso per cápita. La inestabilidad económica medida a través del nivel y volatilidad de la tasa de devaluación real, tiene una incidencia negativa sobre el tamaño del Mercado de Capitales.

Los mercados de capitales son más líquidos en economías menos inflacionarias y con menor volatilidad<sup>13</sup>. La estabilidad económica es el mejor estímulo al desarrollo del Mercado de Capitales. Como se mencionó anteriormente, la estabilidad económica además de favorecer la inversión en si mismo es un determinante del tamaño del Mercado de Capitales.

#### **1.14 INTERVENCIÓN ESTATAL EN EL MERCADO DE CAPITALES**

De acuerdo con Stiglitz (1993), el Mercado de Capitales difiere de otros mercados, entre otros, en que sus fallas tienen un potencial dañino mayor. Por esta razón, el control regulatorio es deseable en la medida que procure un funcionamiento más eficiente del mercado y con ello una mejora en el desempeño general de la economía.

La regulación de los mercados financieros se justifica por cuanto: es difícil que el público pueda evaluar tanto la calidad de los activos transados como los servicios ofrecidos por los intermediarios financieros. Por ello, para mejorar la información disponible sobre los papeles que se ofrecen, la regulación exige a las compañías emisoras hacer pública la información relevante de la empresa, al tiempo que impone requisitos de capital y profesionalismo a las firmas que prestan servicios de intermediación. Dichos estándares deben requerirse cuando el cliente sea capaz de verificar la calidad del servicio prestado. La inexistencia de condiciones

---

<sup>13</sup> La volatilidad es medida como la desviación estándar de la variable.

puede conducir a una entrada masiva al mercado de intermediarios de baja calidad, lo que disminuye la calidad promedio del servicio y el precio del mismo. En un típico ejemplo de selección adversa, esto provocaría la salida de oferentes de más alto nivel.

Comparaciones internacionales han encontrado que economías similares tienen mercados de capitales de tamaños diferentes (en términos de compañías inscritas o de volumen de transacciones). Es interesante preguntarse por qué hay economías en las que el Mercado de Capitales tiene menor desarrollo relativo. Uno de los argumentos se relacionaría con la existencia de fallas de coordinación entre los agentes de las economías.

Desde otro ángulo, Gale (1992) se concentra en los beneficios que tiene para el Mercado de Capitales la estandarización de títulos que reduce los costos de información. En un Mercado de Capitales poco profundo no son mucho los incentivos a innovar, ya que se teme que por un título novedoso y desconocido se pague un precio inadecuado por falta de demanda. Por esta razón, los compradores temen destinar recursos a la adquisición de un título que no conocen, sobre todo cuando existe un abanico de títulos estandarizados en el mercado en cuestión y la información sobre un título nuevo puede significar una pérdida de tiempo y de recursos. Una posible solución sería que muchos emisores salieran al mercado con títulos novedosos, de tal forma que los compradores tuvieran incentivos a informarse sobre ellos y demandarlos con conocimiento de causa. De nuevo, es posible que nadie dé el primer paso y el Mercado de Capitales permanezca en un mal equilibrio con pocos papeles.

Cabe preguntarse si existen caminos para superar las fallas de coordinación antes mencionadas y llevar a la economía a un buen equilibrio. La respuesta tiene que ver mucho con la acción gubernamental.

En primer lugar, el gobierno debe aprovechar su alta calificación crediticia como deudor soberano. En este sentido podría mediante la emisión de bonos de largo plazo expandir el mercado de bonos existente, y dar señales claras a los demás que no quieren actuar primeros. En segundo lugar, la falta de coordinación relacionada con las pocas empresas listadas podría remediarse con programas de:

1. Privatización,
2. Conversión de empresas de Servicios Públicos por acciones registradas en bolsa,
3. Mecanismos que impulsen la demanda y mejoren las oportunidades de los inversionistas para compartir riesgo, generando así incentivos para que se dé una mayor participación del mercado.

En resumen, el papel del Estado en el desarrollo del Mercado de Capitales se puede presentar en dos frentes principales, uno pasivo y el otro activo.

1. Como regulador (rol pasivo), evitando fallas de mercado con potencial dañino incluso para la economía como un todo.
2. Como agente capaz de solucionar fallas de coordinación (rol activo) que pueden “atrapar” al mercado en un mal equilibrio de bajo tamaño, iliquidez y elevados costos de intermediación.

Por su puesto, por sí solos, los malos equilibrios tienden a perpetuarse. Si se entiende que estos dos tipos de intervención solucionan problemas diferentes, debe quedar claro que como objetivos de política deben manejarse por separado.



## **CAPITULO II**

### **EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO**

#### **OBJETIVO:**

Evaluar si la Ley de Mercado de Valores, a raíz de su promulgación, ha incidido de manera significativa en los montos de papeles trazados en las diferentes Bolsas de Valores del país.

#### **2.8 ANTECEDENTES**

Excluyendo al Mercado Informal que ha venido operando en el país, basado en el traspaso por compraventa de acciones u otros efectos similares entre inversores y oferentes; y de las transacciones que por estos mismos conceptos, pueden haberse efectuado a través de instituciones del sistema financiero y bancario, el caso es que un Mercado de Valores auténtico, se ha dado y sigue su ruta en forma organizada, a través de las Bolsas de Valores y bajo un marco legal adecuado, como el emitido en Mayo de 1993.

El Ecuador, un país subdesarrollado y con una economía incipiente, se ha dedicado a procurar un mejoramiento en el desarrollo social; la empresa constituye un motor del desarrollo, la cual para poder cumplir con su fin ha necesitado de capitales, los que han provenido de recursos propios, producto de las aportaciones de los socios de la compañía, y, por otro lado, los recursos no propios, provenientes de otras fuentes, en especial del sistema financiero bancario nacional e internacional, fuentes crediticias evidentemente necesarias para el crecimiento de las empresas.

Pero es también ideal que el flujo financiero provenga de una fuente permanente que incremente el capital social o lo robustezca, a fin de disminuir los casos de endeudamiento agresivo, lograr cumplir en mejor forma el objeto social, lo cual genera riqueza y mano de obra. Una de las posibilidades financieras bien puede provenir del Mercado de Valores, procurando que las empresas vayan dejando su carácter cerrado o de grupo familiar y se abran más a la captación de recursos públicos, para propiciar un amplio mercado primario; por esto es importante la incorporación de la compañía de capital abierto, aquella que sus acciones se encuentren registradas en el Registro Nacional de Valores y sean objeto de Oferta Pública<sup>14</sup>.

## **2.9 EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO**

La existencia de las Bolsas de Valores en realidad tiene un origen muy remoto. Se podría aventurar que surgen cuando los antiguos mercaderes se reunían en algún lugar conocido con el propósito de comprar o vender sus productos primarios. A medida que pasó el tiempo fue ampliándose el espectro de los bienes objeto de intercambio, hasta llegar finalmente a la producción y negociación de productos más sofisticados y complejos como son títulos o papeles representativos de derechos económicos, sean patrimoniales o crediticios.

Conviene señalar que en nuestro país, el primer intento por crear una Bolsa de Valores se dio en la ciudad de Guayaquil en 1847, producida por la euforia que por esos años se sentía en todo el mundo con respecto a levantar capitales y crear empresas, siguiendo el ejemplo de la más famosa bolsa de esa época que era la de Londres. Sin embargo, esta

---

<sup>14</sup> Superintendencia de Compañías, *Proyecto de Nueva Ley de Compañías*. Art. 333

Bolsa tuvo una corta duración y desapareció después de unos cuantos meses.

Posteriormente, con el boom de exportaciones que experimentó el Ecuador por el año de 1870, al ser el principal productor y exportador de cacao; los comerciantes establecen una Bolsa en el año de 1873; la institución tuvo el nombre de Bolsa Mercantil de Guayaquil y se ubicó en lo que hoy es el Malecón Simón Bolívar.

La Bolsa Mercantil de Guayaquil no tuvo mayor trascendencia y desarrollo, en comparación con la labor de los primeros bancos establecidos en esa misma ciudad, “para sustituir los censos por la emisión de cédulas hipotecarias, obtener préstamos acudiendo al ahorro privado de ese Mercado de Capitales que nacía con dichos préstamos y dar incentivos a la producción cacaonera...”<sup>15</sup>. Entre 1880 y finales del siglo XIX, las cédulas hipotecarias adquirieron prácticamente el monopolio de los papeles fiduciarios que se vendían en los mercados de Quito y Guayaquil.

Fue ya en la década de los años treinta, que por causas de orden mundial, vinculadas a la “gran crisis”, el Estado se preocupó por la formación de un Mercado de Capitales e incentivar a la producción exportable, atrayendo recursos para el desarrollo. De esta manera, surgió oficialmente el primer antecedente bursátil con la creación del Departamento de Valores del Banco Central del Ecuador; el Dr. Alberto Larrea fue quien se encargó del estudio para que el Estado pueda emitir bonos públicos. Después se creó la Comisión Nacional de Valores que posteriormente se constituyó en la Corporación Financiera Nacional. A esa época se habían formado ya empresas particulares que compraban y

---

<sup>15</sup> Dr. Eduardo Larrea Stacey, artículo publicado en la Revista Bolsa de Valores de Quito, 1984

vendían cédulas hipotecarias, bonos que emitían el Estado y acciones de compañías.

Pero fue luego, con la creación de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, en base a la Ley 111 de la Comisión Legislativa Permanente<sup>16</sup> que se dio un paso firme en el establecimiento de un Mercado de Valores organizado y sistematizado en el terreno bursátil ecuatoriano. A pesar de que muchos pensaban que la economía ecuatoriana era muy pequeña y no daría la posibilidad para que las Bolsas de Valores puedan tener suficientes ofertas como para que haya una actividad razonable que les permita cumplir con su finalidad de ser el eje fundamental de un crecimiento económico real, claro, transparente y abierto. Incluso, el proyecto tenía muy poca acogida entre los bancos y se le auguraba poco éxito y corta vida a las Bolsas de Valores.

No obstante, la perseverancia de los directores y su convicción de la importancia de su misión, hizo que se alcanzarán ciertos logros como que el Banco Central del Ecuador que hasta ese entonces operaba sólo en Quito, comprara un puesto de Bolsa en Guayaquil.

Así, el Banco Central del Ecuador negociaba sus Bonos de Estabilización (títulos que emitía el Central para control monetario en la economía) en las Bolsas de Valores, hasta que en el Gobierno del Ing. León Febres Cordero se empezó a negociar fuera de la bolsa.

De esta manera, se llegó a 1993, año en que luego de varios intentos y proyectos fallidos, se logró la aprobación de la primera Ley de Mercado de Valores, en las que se establecieron reglas claras de juego para los participantes, se transformó a las Bolsas de Valores y se institucionalizó el mercado. En ella se crearon las Casas de Valores, las Administradoras de

---

<sup>16</sup> Del 26 de Febrero de 1969 y al decreto presidencial # 1182 del 30 de mayo del mismo año.

Fondos, los Fondos de Inversión y las Calificadoras de Riesgo; las cuales serán analizadas posteriormente.

Por otra parte, el control de la actividad bursátil recayó en la Superintendencia de Compañías, creándose una Intendencia de Mercado de Valores, teniendo al Consejo Nacional de Valores como ente regulador del mercado.

Dicha Ley permitió que el mercado tenga un auge en 1993 y 1994. Posteriormente el conflicto con el Perú en 1995, problemas económicos y políticos conspiraron para que el mercado no siga con su acelerado crecimiento.

Para 1998 se expide una nueva Ley de Mercado de Valores, atendiendo a la necesidad de reformar e introducir ciertos aspectos originados por el desarrollo vertiginoso de la actividad. La nueva Ley incorpora nuevas figuras como los inversionistas institucionales, el fideicomiso y titularización y profundiza las regulaciones y sanciones para los participantes del Mercado de Valores del sector público y privado.<sup>17</sup>

A continuación se detalla los hechos y fechas más relevantes que conforman la historia jurídica del sistema bursátil.

- Julio 4 de 1955, en el Decreto Ejecutivo No. 34 se crea la Comisión Nacional de Valores.
- Enero 27 de 1964, se expide la Ley de Compañías.
- Agosto 11 de 1964, se expide la Ley de la Comisión de Valores - Corporación Financiera Nacional sustituyendo a la Comisión Nacional de Valores.

---

<sup>17</sup> Bolsa de Valores de Guayaquil, *Guía Didáctica del Mercado de Valores*, Guayaquil: agosto del 2002, Tercera Edición. Pág. 18-19.

- Marzo 26 de 1969, se expide la Ley No.111 que faculta el establecimiento de Bolsas de Valores, compañías anónimas, otorgando facultad a la Comisión de Valores - Corporación Financiera Nacional para fundar y promover la constitución de la Bolsa de Valores de Quito C.A.
- Mayo 30 de 1969, se autoriza el establecimiento de las Bolsas de Valores en Quito y Guayaquil.
- Agosto 25 de 1969, se otorga Escritura de Constitución de la Bolsa de Valores de Quito C. A.
- Septiembre 2 de 1969, se otorga escritura Pública de Constitución de la Bolsa de Valores de Guayaquil C.A.
- Mayo 28 de 1993, se expide la primera Ley de Mercado de Valores, en donde se establece que las Bolsas de Valores deben ser corporaciones civiles y dispone la transformación jurídica de las compañías anónimas.
- Mayo 31 de 1994, se realiza la transformación jurídica de la Bolsa de Valores de Quito C.A. a la Corporación Civil Bolsa de Valores de Quito.
- Julio 23 de 1998, se promulgó la vigente Ley de Mercado de Valores, considerada como uno de los instrumentos más modernos en el ámbito de los países latinoamericanos; introdujo importantes reformas y dio particular impulso a la Fiducia y Titularización.

Esta ha sido una síntesis de la evolución del Mercado de Valores del país, tomando en cuenta que ha habido también, como ya lo indicamos, a más del mercado informal ciertos ámbitos bursátiles que han contribuido al impulso del Mercado de Valores, como la participación del Banco Central, en la compraventa de cédulas hipotecarias y bonos<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Basados en la Regulación 18 de la Junta Monetaria, del 11 de Octubre de 1982.

## **2.10 ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO**

La Ley de Mercado de Valores diseñó la estructura del mercado con el objeto de que cada participante cumpla apropiadamente con los fines para los que ha sido creado. (Anexo N° 2a)

### **2.10.1 Consejo Nacional de Valores**

El Consejo Nacional de Valores es un órgano rector del Mercado de Valores, encargado de establecer políticas y regular su funcionamiento. Está adscrito a la Superintendencia de Compañías y el órgano ejecutor de la política general expedida por el CNV es la Intendencia del Mercado de Valores. Aunque ésta funciona al interior de la Superintendencia de Compañías, depende directamente del CNV.

De acuerdo con la Ley de Mercado de Valores, al Consejo Nacional de Valores le corresponde expedir normas generales sobre la base de las cuales las Bolsas de Valores y las Asociaciones Gremiales creadas al amparo de la LMV podrán dictar sus normas de autorregulación.

Como lo anotamos anteriormente, el Consejo Nacional de Valores es el órgano regulador del Mercado de Valores, el cual según la LMV, es establecido dentro de la Superintendencia de Compañías y está integrado por siete Miembros: cuatro del sector público y tres del sector privado; entre ellos consta el Superintendente de Compañías (Presidente del CNV), quien lo preside; un delegado del Presidente de la República; el Superintendente de Bancos y el Presidente del Directorio del Banco Central del Ecuador. Los del sector privado son designados por el Presidente de la República de las ternas enviadas por el Superintendente de Compañías. Serán alternos, del Superintendente de Compañías, el Intendente de Valores; del Superintendente de Bancos, el Intendente General de Bancos; del Presidente del Directorio del Banco Central, un delegado elegido por el Directorio de entre sus miembros; y un delegado

del Presidente de la República y los del sector privado, los que sean designados como tales siguiendo el mismo procedimiento que para la designación del principal. A parte de los miembros antes descritos forman parte del Consejo Nacional de Valores una secretaria y una pro - secretaria, las cuales tienen voz pero carecen de voto.

Cuando no asista el Superintendente de Compañías y se conozcan resoluciones de la Superintendencia de Compañías, la presidencia del Consejo lo ejercerá el delegado del Presidente de la República.

Sus principales responsabilidades son:

- Fijar el capital mínimo para las instituciones reguladas por la Ley de Mercado de Valores.
- Regular los montos mínimos de emisión de obligaciones, en relación con el tipo de garantías.
- Dictar disposiciones sobre composición y estructura de los activos en que se invertirán los fondos de inversión.
- Resolver en última instancia administrativa los recursos interpuestos por los participantes.

Otras de las atribuciones principales del CNV son: impulsar el desarrollo del Mercado de Valores, promocionar la apertura de capitales, expedir normas generales y complementarias a la Ley de Mercado de Valores; en otros aspectos establecer convenios de cooperación, emitir los planes de cuentas, establecer un sistema de numeración de valores, etc.

### **2.10.2 Superintendencia de Compañías**

La Superintendencia de Compañías es un organismo técnico y autónomo encargado de vigilar y controlar la organización, actividad y funcionamiento del sector empresarial del país, con criterios modernos y mecanismos eficaces. Además, precautela los intereses de los



inversionistas y vela por la permanencia de la empresa porque es fuente generadora de producción, riqueza y empleo.

Esta institución fue creada en 1964 con la expedición de la primera Ley de Compañías. Luego de una serie de codificaciones se llegó a la Ley de Compañías actualmente en vigor, que es la aprobada en 1977.

En el año de 1993, se expide la Ley de Mercado de Valores; de esta manera la Superintendencia de Compañías además de administrar la Ley de Compañías, es facultada a través de la Intendencia del Mercado de Valores a administrar dicha ley. Adicionalmente, está encargada de ejecutar la política general del mercado dictada por el CNV; como de ejercer el control y vigilancia de los diferentes participantes del Mercado de Valores.

Los objetivos que persigue la Superintendencia de Compañías en el Mercado de Valores, son los siguientes:

- Que los intereses de los emisores, inversionistas, intermediarios y entidades públicas y/o privadas participantes en el Mercado de Valores se encuentren apropiadamente protegidos de conformidad con la Ley.
- Que las transacciones de valores se realicen con integridad, responsabilidad y ética.
- Que el Mercado de Valores se desarrolle en un contexto seguro, transparente, veraz y competitivo.
- Que la prestación de los servicios por parte de las personas y entidades sujetas a su control se realice en forma correcta y eficiente.

Entre las funciones que cumple la Superintendencia de Compañías en lo que respecta al Mercado de Valores, la entidad es la encargada de autorizar el funcionamiento de, entre otros, las Bolsas de Valores y los Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores.

Además está facultada por la LMV para inspeccionar, en cualquier momento, a las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el Mercado de Valores, incluyendo las Bolsas de Valores y los Depósitos Centralizados de Valores. Dicha Ley le otorga amplias facultades de verificación de las operaciones, libros contables, información y cuanto documento o instrumento sea necesario examinar, sin que se le pueda oponer el sigilo bancario o bursátil. Asimismo, puede exigir que las instituciones controladas cumplan con las medidas correctivas y de saneamiento en los casos que se dispongan.

La Superintendencia puede requerir la suspensión o modificación de las normas de autorregulación expedidas por las Bolsas de Valores u otras asociaciones gremiales, cuando tales normas logran dañar el desarrollo del mercado o entorpezcan otras normas legales o complementarias.

El momento en que la Superintendencia de Compañías desee suspender temporalmente las operaciones del Mercado de Valores en caso de presentarse situaciones de emergencia que perturben o que ocasionen distorsiones que produzcan bruscas fluctuaciones de precios, deberá consultarlo primero con el Ministro de Finanzas, Superintendente de Bancos, Gerente del BCE y los Presidentes de las Bolsas de Valores del país.

Además de las anteriores facultades, la Superintendencia de Compañías tiene las siguientes atribuciones:

- Inspeccionar y controlar a los participantes en el Mercado de Valores, para lo que dispone de amplias facultades.
- Autorizar la realización de una oferta pública de valores.
- Suspender o cancelar una oferta pública de valores.
- Aprobar las normas internas de las entidades reguladas por la Ley de Mercado de Valores.

La Superintendencia de Compañías posee una serie de dependencias que ayudan a cumplir con el objetivo para la que fue creada. (Anexo N° 2b). Dentro de estas se encuentra la Intendencia de Mercado de Valores, la cual desde el inicio de sus actividades ha ejercido un rol trascendente, por cuanto debió asumir la responsabilidad de estructurar los correspondientes marcos jurídicos e institucionales del Mercado de Valores.

En la actualidad la Intendencia de Mercado de Valores, realiza numerosas actividades y complejas en virtud del asesoramiento y control a los entes y participantes del Mercado y por la necesidad de proyectar exitosamente al Mercado Nacional de Valores, en un contexto internacional más interdependiente y competitivo.

Para potenciar el crecimiento y desarrollo del Mercado de Valores, dicha Intendencia cuenta con los siguientes Departamentos: (Anexos N° 2c y 2d)

- Registro del Mercado de Valores
- Emisores, Oferta Pública y Calificación;
- Inversionistas Institucionales;
- Intermediarios;
- Jurídico;
- Estudios y Promoción del Mercado de Valores.

### **2.10.3 Bolsas de Valores**

Las Bolsas de Valores son corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros el lugar físico, servicios y mecanismos requeridos para la negociación de Valores inscritos en ella. Dentro de éstas actúan las Casas de Valores y los Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores. (Anexo N° 2e)

En la Ley de Mercado de Valores se establece que las Bolsas de Valores son responsables de fomentar un mercado integrado, informado, competitivo y transparente.

Sus obligaciones fundamentales son:

- Establecer las instalaciones y los sistemas que aseguren la formación de un mercado transparente y equitativo, que permita la recepción, ejecución y liquidación de las negociaciones en forma rápida y ordenada.
- Mantener una adecuada información sobre los valores cotizados, sus emisores, los intermediarios de valores y sobre las operaciones bursátiles, incluyendo las cotizaciones y los montos negociados; suministrando al público información veraz y confiable.
- Llevar su contabilidad de acuerdo a los dictámenes del Consejo Nacional de Valores así como informar periódicamente a la Superintendencia de Compañías sobre sus estados financieros.
- Realizar las demás actividades que sean necesarias para el adecuado desarrollo del Mercado de Valores.

Los mecanismos de negociación que utiliza la Bolsa de Valores son: Rueda a viva Voz y Rueda Electrónica.

La rueda de viva voz, conocida también como rueda de piso, es el lugar físico donde se reúnen los operadores para presentar sus posturas, por orden exclusiva de sus clientes, sean estas de ofertas o demandas. La rueda de piso cuenta con un Director quien se encargará de velar porque las operaciones se realicen ordenadamente, así como solucionar cualquier tipo de reclamos por inconvenientes durante el proceso de negociación de los títulos.

Debido al crecimiento de las operaciones bursátiles y la necesidad de agilizar y profundizar las transacciones, la Bolsa de Valores creó el

Sistema Electrónico Bursátil, a través del cual, las Casas de Valores pueden interconectarse con un monitor central en la Bolsa de Valores, el que les permite establecer sus posturas de ofertas y demandas desde sus propias oficinas, sin que sea necesario su presencia física en la rueda de piso.

Actualmente existen dos bolsas de valores, la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) y la Bolsa de Valores de Quito (BVQ).

### **Bolsa de Valores de Quito (BVQ)**

La Bolsa de Valores de Quito busca adecuarse a los requerimientos y exigencias de un mercado dinámico, eficiente y especializado. Su misión es: ser una institución natural del mercado de capitales que ofrece el medio eficaz para lograr los mejores precios de los títulos – valores al más bajo costo y en el menor tiempo de transacción.

Realiza operaciones de compra – venta de valores ya emitidos, como: valores de renta fija, renta variable u otros que determine el CNV.

*Rueda de Bolsa de Viva Voz.* Conocida también como la rueda de piso o Pregón a Viva Voz, se efectúa todos los días hábiles del año en horario de 12.30 p.m. a 2:00 p.m.

*Sistema de Negociación Electrónica (SINEL):* Conocido también como rueda electrónica, se realiza todos los días hábiles desde las 9:00 a.m. hasta las 4:00 p.m. Actualmente casi la totalidad de las transacciones con valores privados se realizan a través del SINEL.

### **Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG)**

Al igual que en la Bolsa de Valores de Quito, en esta Bolsa se realizan operaciones con valores de renta fija, renta variable u otros que determine el CNV.

*Rueda de Viva Voz.* En ésta se negocian de manera presencial valores de renta fija y variable todos los días hábiles de 11:30 a.m. a 2:00 p.m.

*Sistema Electrónico Bursátil.* Es un sistema de negociación continua que opera todos los días hábiles de 09:30 a.m. a 4:00 p.m. La negociación se realiza a través del sistema DATATEC<sup>19</sup>.

A continuación les presentamos el procedimiento que se sigue para la liquidación de operaciones con la entrega de títulos físicos. (Anexo N° 2f)

1. Las casas de valores ingresan sus ofertas de compra o de venta al sistema electrónico de negociación de las Bolsas de Valores.
2. Una vez que la operación es adjudicada la información es transmitida al *back office* de las bolsas. La Casa de Valores vendedora registra el nombre del comitente vendedor y el plazo para la liquidación de la operación. La Casa de Valores compradora registra el nombre del comitente comprador y el valor de la comisión.
3. La Casa de Valores vendedora envía los títulos y demás documentos necesarios a la Bolsa de Valores que corresponde.
4. Diariamente las bolsas establecen el valor multilateral neto de los fondos que cada Casa de Valores debe entregar o recibir de acuerdo a las operaciones que deben liquidarse en esa fecha. Las Casas de Valores con una posición neta multilateral deudora envían, a través de sus bancos, los fondos respectivos a la cuenta de la bolsa en el BCE, quien luego los acredita en las cuentas de las Casas de Valores con posición neta multilateral acreedora.
5. Una vez realizada la liquidación de la punta de efectivo, el departamento de cumplimiento de la bolsa hace entrega de los valores comprados.

---

<sup>19</sup> Sistema electrónico de subasta para valores públicos y privado en el que sólo pueden negociar instituciones del sector público.

6. Las Bolsas de Valores envían a los emisores, en el mismo día de la liquidación, la información sobre las operaciones realizadas.

#### **2.10.4 Casas de Valores o Agentes de Bolsa**

Las casas de valores son compañías anónimas constituidas en el Ecuador, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, para ejercer la intermediación de valores en el mercado. Su objetivo social único es la realización de las actividades previstas en la Ley de Mercado de Valores.

Las Casas de Valores en el Ecuador, son entes que surgieron a raíz de la expedición de la Ley de Mercado de Valores de 1993. Su principal función es realizar compra-venta de títulos por cuenta de sus clientes o en base a su propio capital a través de personas naturales denominadas Operadores de Valores. (Anexo N° 2g)

Los grupos financieros, las instituciones del sistema financiero privado, podrán establecer casas de valores, si constituyen una filial distinta de la entidad que funciona como cabeza de grupo en la que el porcentaje de su propiedad sea el autorizado por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.

Una Casa de Valores y un Banco actúan en diferentes mercados. La Casa de Valores participa en los mercados de desintermediación financiera, mientras que un Banco lo hace en el de intermediación financiera. Cuando una persona invierte a través de una Casa de Valores, lo que hace es comprar un título que genera una rentabilidad y se convierte en tenedor de títulos, mientras que si acude al Banco, lo que hace es efectuar un depósito por el cual recibe intereses y es un depositante del banco. En el primer caso, quien contrae la obligación con el cliente no es la Casa de Valores, sino la empresa emisora del título; en el segundo caso, la obligación la contrae el banco directamente con el

cliente, pues es el banco el que pide prestado al cliente para así prestarle a un tercero.

Las principales facultades son:

1. Operar, de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes, en los mercados bursátil y extrabursátil;
2. Administrar portafolios de valores<sup>20</sup> o dineros de terceros para invertirlos en instrumentos del Mercado de Valores;
3. Adquirir o enajenar valores por cuenta propia;
4. Realizar operaciones de underwriting (asegurar colocación de títulos en el mercado) con personas jurídicas del sector público, privado y con fondos colectivos;
5. Dar asesoría e información del Mercado de Valores.
6. Efectuar actividades de estabilización de precios únicamente durante la oferta pública primaria de valores,
7. Demás actividades que autorice el C.N.V.

**Prohibiciones:**

1. Realizar actividades de intermediación financiera;
2. Recibir por cualquier medio captaciones del público;
3. Realizar negociaciones con valores no inscritos en el Registro del Mercado de Valores.
4. Garantizar rendimientos o asumir pérdidas de sus comitentes;
5. Divulgar por cualquier medio directa o indirectamente información falsa, tendenciosa, imprecisa o privilegiada;
6. Realizar las actividades asignadas en la presente Ley a las administradoras de fondos y fideicomisos;
7. Ser accionista de una administradora de fondos y fideicomisos.

---

<sup>20</sup> Conjunto de valores administrados exclusivamente para un solo comitente.



### **2.10.5 Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVALE)**

Son compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, cuya función es la de recibir en depósito valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, para su cuidado, conservación; brindar los servicios de liquidación, registro de transferencias de los mismos y operar como cámara de compensación de valores. El Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores, se constituyó mediante escritura otorgada el 4 de Enero de 1994 ante el Notario Décimo Séptimo del Cantón Guayaquil, e inscrita en el Registro Mercantil el 31 de marzo del mismo año.

DECEVALE, opera y brinda sus servicios amparándose en la Ley de Mercado de Valores y su Reglamento General, en el Reglamento para el funcionamiento de Depósitos Centralizados de Valores expedido por el Consejo Nacional de Valores – máximo órgano regulatorio del mercado y además en su reglamentación interna, y Manuales Operativos.

En representación de los depositantes el DECEVALE ejerce los derechos patrimoniales inherentes a los valores que se hallen bajo su custodia. Por lo tanto, cuando sea el caso se encargará del cobro de intereses, dividendos, reajustes y el principal de los mismos.

En la actualidad liquida las operaciones negociadas en las dos Bolsas de Valores existentes en el Ecuador. Debido a problemas financieros esta institución sólo ha venido funcionando como custodio para los valores desmaterializados emitidos por la Corporación Financiera Nacional. La función de transferencia de la titularidad por medio de anotaciones en cuenta nunca ha sido establecida.

Por otro lado, el DECEVALE no puede ejercer otros tipos de derechos como intervenir en juntas generales de accionistas u obligacionistas,

impugnar acuerdos sociales u otros, ni siquiera en ejercicio de mandatos conferidos para el efecto.

Pueden ser accionistas del DECEVALE las Bolsas de Valores, las Casas de Valores, las Instituciones Financieras, las Instituciones Públicas y cualquier empresa que pertenezca al Mercado de Valores. Sus accionistas pueden tener hasta un 5% de participación accionaria, con excepción de las Bolsa de Valores y la Corporación Financiera Nacional. Su directorio está conformado por nueve Directores principales y nueve alternos, el mismo que es elegido por la Junta General de Accionistas.

Sus funciones principales son:

- Llevar la custodia y depósito de los valores negociados en el Mercado de Valores.
- Llevar registros de acciones y obligaciones.
- Expedir certificaciones de los actos que se realicen.
- Mantener registros en los que consten los titulares de valores.

**Prohibiciones:**

- Disponer de los valores registrados.
- Efectuar transferencias encomendadas por intermediarios no inscritos.
- Proporcionar información sin previa autorización.

**2.10.6 Administradoras de Fondos**

Las Administradoras de Fondos son sociedades anónimas cuyo objetivo primordial es administrar fondos de inversión y fideicomisos. Estas empresas juntan los recursos de varias personas y forman con éstos un patrimonio común que es invertido en determinados documentos o activos según los propósitos de cada fondo. Existe una diversidad de Administradoras de Fondos en el Ecuador. (Anexo N° 2h)

Sus principales obligaciones son:

- Informar periódicamente a los participantes de los fondos que administren respecto de su estado y comportamiento de los mercados.
- Integrar a cada fondo toda la rentabilidad obtenida en la gestión de administración, descontando solamente los gastos y remuneraciones convenidas, en la forma y periodicidad que se contemple en la respectiva resolución; y,
- Ejercer en beneficio de los partícipes de los fondos que administren y de las compañías receptoras de la inversión, todos los derechos que la Ley confiere a los titulares de valores emitidos por las mismas.

**Prohibiciones:**

- Adquirir, enajenar o mezclar activos de un fondo con los de otro fondo o con los suyos propios.
- Garantizar un resultado, rendimiento o tasa de retorno específica.
- Efectuar transacciones con valores entre los distintos fondos que administren o traspasar valores de su propiedad o de su propia emisión a tales fondos.
- Dar o tomar dinero en préstamo a o de los fondos que administre, o entregar éstos en garantía.
- Emitir obligaciones y recibir depósitos de dinero.
- Mantener en custodia los valores de los fondos que administren; y,
- Participar de manera alguna en la administración, asesoramiento, dirección o cualquier otra función que no sea la de accionista en aquellas compañías en que un fondo mantiene inversiones.

**2.10.7 Fondos de Inversión**

Un fondo de inversión es el patrimonio común, integrado por aportes de varios inversionistas, personas naturales o jurídicas y las asociaciones de empleados legalmente reconocidas, para su inversión en los valores,

bienes y demás activos que consta en la Ley de Mercado de Valores, correspondiendo la gestión del mismo a una compañía Administradora de Fondos y Fideicomisos, la que actuará por cuenta y riesgo de sus aportantes o partícipes. (Anexo N° 2i)

Los fondos de inversión se constituyen por escritura pública que deberá ser otorgada por los representantes legales de la administradora e inscrita en el Registro del Mercado de Valores. La escritura pública deberá contener los requisitos mínimos que determine el C.N.V.

La Superintendencia de Compañías autorizará el funcionamiento de un fondo, cualquiera que éste sea, previa verificación de que la escritura pública de constitución y del reglamento interno del fondo, se ajusten a las disposiciones de esta Ley y sus normas complementarias; que su administradora se encuentre inscrita en el Registro del Mercado de Valores y tenga el patrimonio mínimo exigido para gestionarlo; que tratándose de un fondo colectivo se encuentren inscritas en el registro las respectivas emisiones de cuotas y, otros antecedentes que el C.N.V., solicite por norma de carácter general.

Entre los fondos de inversión existen:

- Fondos administrados de inversión, son fondos manejados por las Administradoras de Fondos y que cuentan con personal técnico especializado, encargados de invertir de la mejor manera los recursos de un grupo de personas o partícipes. Los aportantes tendrán unidades de participación y podrán entrar y salir cuando lo deseen.
- Fondos colectivos de inversión, se crean con la finalidad de invertir en proyectos productivos o en valores de mediana liquidez. Su constitución será mediante oferta pública, para la captación de sus aportes. Las Cuotas para la constitución del fondo colectivo son libremente negociables, es decir si el fondo se registra en el Mercado

de Valores, sus cuotas se negociarán a través de las Bolsas de Valores del país.

- Fondos internacionales, constituidos en el Ecuador con capitales de origen extranjero para la inversión en el mercado ecuatoriano o internacional. La nueva Ley de Mercado de Valores da paso a tres clases de fondos internacionales:
  - a. Los Fondos Administrados o colectivos constituidos en el Ecuador que recibirán exclusivamente inversiones extranjeras, que sean colocadas en nuestro país.
  - b. Los Fondos Administrados o colectivos constituidos en el Ecuador, por nacionales o extranjeros, para que sean invertidos en títulos valores tanto en el mercado nacional como internacional
  - c. Los Fondos constituidos en el exterior, por nacionales o extranjeros, los mismos que podrán actuar en el mercado nacional y estarán constituidos por aportaciones de ecuatorianos o extranjeros.

En el mercado existen una gran cantidad de entidades administradoras, que cuentan con una variedad de fondos administrados en las cuales se puede depositar el dinero, de acuerdo al plazo, nivel de riesgo y retorno, y se los puede clasificar en:

- **FONDOS DE RENTA VARIABLE** Cuando una porción o el total del fondo es invertido en acciones de alta liquidez.
- **FONDOS DE RENTA FIJA** Invierten en títulos como pagarés, avales, letras de cambio, bonos de estabilización monetaria, y que de acuerdo al plazo pueden dividirse en :
  - RFCP: Renta Fija Corto Plazo (vencimiento menor a 180 días)
  - RFMP: Renta Fija Mediano Plazo (vencimiento mayores a 180 días, pero inferiores a 3 años)

- RFLP: Renta Fija Largo Plazo (vencimiento mayores a 3 años).
- **FONDOS DE RENTA MIXTA: RM** Esta clase fondos es aquella que invierten tanto en títulos de renta fija como de renta variable.

Cada fondo dispone de un reglamento interno, el cual indicará la comisión que cobrará por su servicio, el monto o unidades de participación exigidas como mínimo para ingresar, el tipo de títulos en los que invertirá, el costo por salir del fondo, plazo mínimo de permanencia y demás condiciones generales.

### **2.10.8 Registro del Mercado de Valores**

El registro del Mercado de Valores fue creado por la Ley de Mercado de Valores, en el cual la Superintendencia de Compañías inscribirá la información pública respecto de los emisores, los valores y las demás instituciones reguladas por esta Ley.

La inscripción en el Registro del Mercado de Valores (RMV) constituye un requisito previo para participar en los mercados bursátil y extrabursátil, por lo que deben inscribirse en éste todos los valores que sean objeto de oferta pública, sus emisores y las diversas instituciones que interactúan en el Mercado de Valores. La inscripción obliga a los registrados a divulgar información de acuerdo con las normas del CNV y al cumplimiento permanente de las exigencias correspondientes.

Para la inscripción de un emisor y sus valores se requiere previamente de una calificación de riesgo, excepto en los casos previstos en la Ley de Mercado de Valores. La Superintendencia de Compañías procede a inscribir a las entidades sujetas a su supervisión y control en cuanto éstas hayan satisfecho los requisitos establecidos.

La inscripción de valores emitidos por el Estado y las entidades del sector público es automática y de carácter general, bastando para tal efecto el sustento legal que autorice cada emisión y una descripción de las características esenciales de dichos valores.

Todos los documentos e informaciones existentes en el RMV están a disposición del público, excepto aquellos que el CNV los califique como reservados.

En el registro de Mercado de Valores se inscribirá:

- Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores.
- Las Bolsas de Valores
- Los Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores.
- Las Casas de Valores y quienes actúan por ellas.
- Las normas internas de los fondos de inversión.
- Las Administradoras de Fondos y fideicomisos de inversión.
- Los convenios de representación.
- Las Calificadoras de Riesgo.
- Las empresas emisoras.
- Los demás entes, valores o entidades que determine el Consejo Nacional de Valores.

La Superintendencia de Compañías procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores, una vez que los emisores le hayan proporcionado, la información completa, veraz y suficiente sobre su situación financiera y jurídica de conformidad con las normas que expida el C.N.V. (Anexo N° 2j)

### **2.10.9 Calificadoras de Riesgo**

Las Calificadoras de Riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías e inscritas en el Registro del Mercado de Valores, que tienen por objeto principal realizar la calificación del riesgo de los emisores y valores que estén autorizados. (Anexo N° 2k)

Los valores sujetos de calificación son los valores negociados en el mercado; excepto aquellos emitidos, avalados, aceptados o garantizados por el Banco Central del Ecuador, el Ministerio de Finanzas, así como las acciones de sociedades anónimas y demás valores patrimoniales; adicionalmente los considerados en la Ley de Mercado de Valores y en las normas de carácter general que determine el Consejo Nacional de Valores.

Entre las facultades que le conciernen a una Calificadora de Riesgo están las siguientes:

1. Realizar la calificación de riesgo de los emisores y valores que estén autorizadas a efectuar de acuerdo a lo dispuesto en la LMV y a las normas de carácter general que para el efecto expida el C.N.V.;
2. Explotar su tecnología; y,
3. Las demás actividades que autorice el C.N.V., en consideración del desarrollo del Mercado de Valores.

#### **Prohibiciones:**

1. Dar asesoría para realizar una determinada emisión de acciones o cualquier tipo de valor;
2. Ser socio o accionista de las entidades reguladas por esta la LMV;
3. Participar a cualquier título en la estructuración financiera, adquisición, fusiones y escisiones de compañías; y,



Una calificación de riesgos es considerada como una opinión emitida por empresas especializadas a través de análisis técnicos y evaluativos que indican la capacidad y solvencia de la empresa que emite sus títulos en oferta pública y que se transan en el Mercado de Valores Nacional. Es importante aclarar que la opinión técnica que realiza una Calificadora de Riesgos, no significa que está realizando una recomendación sobre la compra o venta de un título – valor, negociado en el Mercado.<sup>21</sup>

## **2.11 PROMULGACIÓN DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES**

En mayo de 1993, con el objetivo de incentivar el desarrollo del Mercado de Capitales, el Gobierno Nacional publicó la Ley de Mercado de Valores (LMV), la cual entro en vigencia a partir de su publicación en el Registro Oficial 199 del 28 de mayo de 1993, cuerpo legal en el que se adecuó el marco regulatorio del Mercado de Capitales. Con la promulgación de esta Ley, al interior de las Bolsas de Valores empezaron a formarse las Casas de Valores, corporaciones autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías. Asimismo, en esta Ley se permite a los bancos establecer subsidiarias para actuar como Casas de Valores.

La LMV de 1993 establece el marco regulatorio del Mercado de Valores en sus segmentos bursátil y extrabursátil, Bolsas de Valores, Asociaciones Gremiales, Casas de Valores y Administradoras de Fondos. También contempla aspectos como los Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación, empresas Calificadoras de Riesgo, negociación de valores de renta fija, variable, inversiones del sector público en el Mercado de Valores, bursatilización, emisión de obligaciones, responsabilidad, infracciones y sanciones.

---

<sup>21</sup> Bolsa de Valores de Guayaquil, *Guía Didáctica del Mercado de Valores*, Guayaquil: agosto del 2002, Tercera Edición. Pág. 38

La LMV señala que el órgano regulador del Mercado de Valores es el Consejo Nacional de Valores (CNV), el cual establece la política general del Mercado de Valores y su funcionamiento. El órgano ejecutor de la política general del Mercado de Valores expedida por el CNV es la Superintendencia de Compañías. La Superintendencia de Compañías y la Superintendencia de Bancos y Seguros son organismos de vigilancia y control de los participantes y actividades en el Mercado de Valores, en el ámbito de sus respectivas competencias.

Durante los dos primeros años de la creación del Mercado de Valores (1993-1994) éste se caracterizó por una mayor participación de valores de renta variable, originado por la venta de acciones de ciertas empresas estatales. En 1995, ante la reducción de los precios de las acciones y la paralización de la venta de empresas estatales, esta tendencia se revirtió y comenzaron a predominar los valores de renta fija.

En Julio 23 de 1998, se da paso a una nueva LMV, la cual consta de doscientos treinta y ocho artículos, nueve disposiciones transitorias y una disposición final. Dentro de la ley se analiza asuntos como: el Consejo Nacional de Valores, atribuciones y funciones de la Superintendencia de Compañías, la Oferta Pública, Registro del Mercado de Valores, la Información, el Mercado Primario y Secundario, las Inversiones del Sector Público, la Autorregulación, Bolsa de Valores, Casas de Valores, los Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores, las Sociedades Administradoras de Fondos y Fideicomisos, la Titularización, la emisión de Obligaciones, las Calificadoras de Riesgo, entre otros temas.

Con la creación de la nueva Ley de Mercado de Valores se ha logrado proveer de un instrumento legal para que los participantes puedan desenvolverse dentro de un esquema moderno y tecnificado a fin de que

se produzca buenos frutos, para impulsar eficientemente a las empresas y a la economía del país. Posee los siguientes propósitos básicos:

- Otorgar mayor transparencia del mercado y protección a los inversionistas.
- Dotar de normas legales para la creación y utilización de mecanismos de impulso al Mercado de Valores (por ejemplo: bursatilización, el fideicomiso mercantil y el encargo fiduciario).
- Brindar al país y al mercado nacional nuevos mecanismos e instrumentos que, contando con una mayor liquidez, dinamicen los sectores de interés social (por ejemplo: construcción, vialidad, salud).

Dentro de la Ley de Mercado de Valores tenemos el Primer Considerando de la Ley en la que se sintetiza el significado y el objeto de la misma, al hablar de que una eficiente utilización de los instrumentos financieros en el Mercado de Valores permite una canalización del ahorro, para fortalecer el sector productivo, generar empleo, y precautelar los intereses de los inversionistas en valores, democratizar la participación en el capital social y velar por un mercado auto sostenido, eficiente, organizado, integrado y transparente<sup>22</sup>. Con esto se resume la filosofía de la Ley, la cual es propender la búsqueda de rutas positivas y concretas para un eficaz, moderno y amplio Mercado de Valores en el Ecuador, y con ello, incorporar al país a la corriente mundial del Mercado de Capitales.

La Ley de Mercado de Valores, para un adecuado funcionamiento de la misma, ha debido relacionar los aspectos generales y especiales, con el marco jurídico existente, a fin de crear compatibilidad con otras normas, para la mejor cristalización de un mismo fin: el impulso económico del Mercado de Valores y el empuje económico – empresarial. Bajo estos parámetros, la Ley establece las reformas pertinentes a otras leyes, como

---

<sup>22</sup> Según el segundo Considerando publicado en la Ley de Mercado de Valores. Registro oficial 199 del 28 de mayo de 1993.

la Ley de Régimen Tributario, para lograr lo que la misma ley llama, “los Incentivos Tributarios” en esta materia. Igualmente, se efectúan reformas a la Ley de Compañías y entre otras innovaciones, se crea la “escisión”, que constituye la desmembración patrimonial de una compañía, que da surgimiento a una o más empresas derivadas de la principal. Crea también la compañía Holding o Tenedora de Acciones, que tiene por objeto la compra de acciones o participaciones de otras compañías para vincularlas y ejercer su control.

Se reforma también la Ley General de Bancos hoy Ley General de Instituciones del Sistema Financiero<sup>23</sup>. En esta se faculta a la banca entre otras actividades, a la negociación de títulos – valores e intervención en Mercado Extrabursátil.

Igualmente se reforma el Código de Procesamiento Civil en su artículo 425 y el Código de Comercio, en que se establece el Fideicomiso Mercantil, que es el acto en virtud del cual una o más personas llamadas contribuyentes, transfieren dineros u otros bienes a otra llamada fiduciario, quien se obliga a administrarlos por un plazo o para cumplir una finalidad determinada. Se reforma la Ley del Seguro Social Obligatorio y mediante ella se faculta al IESS la realización de la inversión no privativa de los recursos de sus afiliados a través de las Bolsas Valores.

Otro instrumento jurídico que interviene en el Mercado de Capitales es el Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores emitido por Decreto 1042 – A<sup>24</sup>, en el cual se establece normas complementarias o aclaratorias a la Ley, para su eficiente aplicación. Al reglamento se lo ha dividido en doce títulos, que son los siguientes:

---

<sup>23</sup> Publicada en el Suplemento del Registro Oficial #439 del 12 de mayo de 1994.

<sup>24</sup> Publicada en el Suplemento del Registro Oficial #262 del 26 de agosto de 1993.

Del Mercado de Valores, de los Organismos de Regulación y Ejecución en el Mercado de Valores; de los Órganos de Vigilancia y Control; de la Información en los Procesos de Oferta Pública, del Registro del Mercado de Valores, de la Información, de las Bolsas de Valores, de las Casas de Valores, de los Fondos de Inversión, del Fideicomiso Mercantil, de la Emisión de Obligaciones; de las Calificadoras de Riesgo y de la Calificación de Riesgo; y por último las Disposiciones Generales

El reglamento en mención trae, a más de constituir un poderoso auxiliar del esquema general de la Ley; reglamenta sobre las clases de mercado e instruye que el Mercado de Valores se desarrolla en los ámbitos bursátil y extrabursátil. El mercado bursátil se relaciona con las ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en bolsa, realizadas en ésta por las Casas de Valores y por operadores de bolsa autónomos; y, el mercado extrabursátil, que es aquel que se desarrolla fuera de la Bolsa de Valores, a través de un mecanismo centralizado de negociación, con valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores y en el respectivo mecanismo de transacciones extrabursátiles (METEX). Dentro del esquema extrabursátil se habla también de las compañías operadoras de valores extrabursátiles (COVEX), cuyo objetivo exclusivo es la realización de actividades de intermediación en el mercado extrabursátil. Los METEX son también corporaciones civiles aprobadas por la Superintendencia de Compañías; los COVEX son compañías anónimas. Este tema será profundizado en el Capítulo IV.

Se habla también en el Reglamento sobre operaciones o negociaciones con valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores y expresa que pueden ser primarias o secundarias y pueden realizarse en transacciones públicas o privadas. Explica que las operaciones primarias (Mercado Primario) se realizan con el fin de obtener la primera colocación de una emisión de valores para la captación de recursos para el emisor o su correspondiente agente colocador. Y son operaciones o negociaciones

secundarias (Mercado Secundario) las que se realizan posteriormente después de la primera colocación. Las operaciones públicas son las realizadas en el mercado bursátil y extrabursátil con participación de un intermediario autorizado y con la publicidad respectiva; las operaciones o negociaciones privadas son las que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor, sin participación de intermediarios.

Es importante conocer sobre los instrumentos o valores negociables en el mercado, y el Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores los clasifica así:

1. Los emitidos por entidades del sector público, tales como bonos del Estado, bonos de Estabilización, Bonos Municipales, Certificados de Tesorería, Obligaciones de la Corporación Financiera Nacional, etc.
2. Los emitidos por las empresas o sociedades del estado o de los particulares y se dividen así:
  - Los emitidos por compañías controladas por la Superintendencia de Compañías, como: acciones, obligaciones; y,
  - Los emitidos por las entidades controladas por la Superintendencia de Bancos, como: acciones, obligaciones, cédulas hipotecarias, bonos de prenda, bonos de garantía, pólizas de acumulación, certificados financieros, certificados de inversión, de arrendamiento mercantil, pagarés, etc.
3. Las unidades de los fondos administrados de inversión en su colocación primaria y las cuotas de los fondos de inversión.
4. Los emitidos por estados, empresas y sociedades extranjeras que cumplan los requisitos establecidos por el Consejo Nacional de Valores.

Por último, es relevante mencionar lo relativo a los mecanismos del mercado, y que son: la oferta pública; los avisos de negociación y adquisición de paquetes accionarios, el registro del Mercado de Valores,

la información y difusión, la calificación del riesgo, el contrato de underwriting<sup>25</sup>, etc.

Con todo esto podemos decir, que el Mercado de Capitales se encuentra fundamentado sobre la base de la Ley de Mercado de Valores y su Reglamento, pero a pesar de estos dos instrumentos, las distintas reformas a las distintas leyes y la aplicación del esquema de dolarización de la economía no se ha logrado todavía generar una nueva tendencia de crecimiento en el mercado. Por el contrario, el valor de las negociaciones de valores en el mercado nacional se ha reducido como lo veremos posteriormente.

## **2.12 OBJETIVOS DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES**

Dentro del contexto del desarrollo de un país, el Mercado de Valores juega un papel muy importante pues con él se propende a una mejor canalización del ahorro y al fomento de la inversión para la optimización del sector productivo a través de la empresa y aún la generación del empleo y la productividad de bienes y servicios. La circulación de la riqueza, se ha dicho, es la causa y consecuencia del desarrollo económico; justamente los títulos – valores se han creado para satisfacer las necesidades que dicha circulación origina y prácticamente son parte de un esquema jurídico – económico para ese tipo de movilización de los recursos. Evidentemente que la mejor forma de comercializar los valores en forma sistemática, ordenada y transparente, es a través de los centros especiales, como son las Bolsas de Valores, dentro de las cuales se multiplican las transferencias de los títulos, es decir, donde se optimiza el Mercado de Valores. A este Mercado de Valores organizado,

---

<sup>25</sup> Contrato por el cual una institución o un consorcio de instituciones, autorizadas para el efecto, garantizan o adquieren al emisor la colocación o suscripción total o parcial de una emisión de valores.

especializado, sistematizado, que es la Bolsa de Valores, Manuel Broseta en su obra “Estudios de Derecho Bursátil”, la identifica como el primer elemento seguido de las sociedades emisoras, que recurren al mercado para demandar capital o recursos financieros; en tercer lugar están los sujetos ahorradores e inversores, que acuden para ofertar los medios financieros que las sociedades emisoras demandan. En cuarto lugar, según el mismo autor, están los mediadores o intermediarios financieros, es decir quienes aproximan la oferta a la demanda de valores y de capital; y, finalmente el panorama se completa con los procedimientos.

Este conjunto de factores, a más de otros como el mercado extrabursátil y en parte el informal, forman en definitiva el Mercado de Valores, que son de suma importancia en la economía moderna mundial y en especial en los últimos tiempos, ya que el desarrollo actual se cree que se debe en gran parte al Mercado de Valores y se ha sostenido que este es el “termómetro más fiel para conocer los movimientos económicos de los países desarrollados”

Mediante el Mercado de Valores, se asegura la fuente de financiamiento para las empresas, a través de la capitalización de recursos financieros y con la ayuda del potencial humano y la tecnología, es que se ha llegado a crear las sociedades mercantiles de enorme y mediana magnitud, empresas que han generado riqueza, bienes y servicios para la misma humanidad. Mediante la capitalización de las empresas donde interviene directamente el Mercado de Valores, se da paso además a un constante crecimiento de ellos, lo que constituye un incentivo para la inversión. A este esquema tienden en forma firme países subdesarrollados como el Ecuador y de otras latitudes para alcanzar a través de la inversión, mejores metas económicas y sociales; lo importante sería que con este proceso de inversiones surgiera la compañía abierta, a fin de que los grandes grupos humanos tengan acceso a la inversión; es decir, esta sea popularizada especialmente en el mercado primario, que es el que provee



de nuevos capitales a las empresas privadas. Se ha afirmado que la eficacia del mercado primario depende de la actividad y eficacia del mercado secundario. Este último se opera comúnmente a través de la Bolsa de Valores.

En conclusión, el Mercado de Valores es de gran importancia en el mundo actual, por la proyección y circulación de los recursos financieros que ayudan a fortalecer la empresa, lo que equivale a fortificar la economía y productividad para el bien social. No sin razón la Ley de Mercado de Valores del Ecuador en su primer considerando solicita:

“Que una eficiente utilización de los instrumentos financieros del Mercado de Valores, permite una mejor canalización del ahorro, lo que fortalece el sector productivo, con la consiguiente generación de empleo e incremento en la producción de bienes y servicios”<sup>26</sup>.

Este criterio resume la importancia de la promulgación de la Ley de Mercado de Valores; pues describe una filosofía básica de la inversión y su orientación al sector productivo en la actualidad. Lo que si se espera es que el mercado sea pulcro, transparente y útil, económica y socialmente, que garantice la confianza del público inversor, y a esto propende la Ley tal como lo expresa su segundo considerando: “Que es necesario precautelar los intereses de los inversionistas en valores, democratizar la participación en el capital social de la empresas y velar por un Mercado de Valores auto sostenido, eficiente, organizado, integrado y transparente”<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> Ley de Mercado de Valores; publicada en el suplemento del Registro Oficial del 28 de mayo de 1993.

<sup>27</sup> Ley de Mercado de Valores; publicada en el suplemento del Registro Oficial del 28 de mayo de 1993.

## **2.13 LA EMISIÓN DE TÍTULOS – VALORES**

Los valores constituyen documentos representativos de derecho económico, que son negociables en el Mercado de Valores y pertenecen a un legítimo propietario; en general, son representativos de obligaciones dinerarias, los que también confieren otros derechos al tenedor; así; los títulos – valores de las compañías mercantiles (como las acciones) conceden, además del beneficio monetario, el derecho de formar parte de la entidad emisora, en calidad de socio con voz y voto, de conformidad con la Ley del estatuto pertinente. Otros títulos en cambio solo confieren derechos pecuniarios, como las obligaciones, letras de cambio, etc.

Históricamente, los títulos – valores, tienen su origen en la Edad Media, establecidos por la necesidad de crear instrumentos que faciliten la circulación del dinero y por disminuir el riesgo que implicaba el transporte de los valores monetarios de una plaza a otra. Es así, que los títulos – valores son la expresión de una larga evolución jurídica y económica; los cuales han sido necesarios para acomodarse a la transformación de la estructura económica cambiante.

Los títulos – valores han seguido en cuanto a su negociación una ruta ascendente en lo que atañe a su organización, y es así que gran parte de los países de economía de mercado, el ejercicio sistemático y cada vez de mayor magnitud en la intermediación han hecho que sea indispensable la creación de centros de negociación llamados Bolsas de Valores, en donde se concentra el Mercado de Valores en forma organizada y da lugar a una mayor eficiencia a esas transacciones.

## **2.14 TÍTULOS A EMITIR**

### **2.14.1 Concepto**

En el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores se define valor como el “derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el Mercado de Valores, incluyendo entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta y otros documentos o títulos que determine el Consejo Nacional de Valores”.

En el artículo 2 del Reglamento, se amplía esta definición, indicándose que a más de los valores señalados en el artículo 2 de la Ley, el Consejo Nacional de Valores “podrá determinar como tales a otros derechos que teniendo un contenido económico reúnan las características de negociabilidad, transferibilidad y aceptación general, propias de un instrumento financiero”<sup>28</sup>, añadiendo al final una característica peculiar que amplía el concepto “valores” a derechos que no tengan una representación material “pudiendo constar exclusivamente en un registro contable o anotación en cuenta en un Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores.”<sup>29</sup>.

### **2.14.2 Clasificación de los títulos – valores**

Existen diversos criterios de clasificación de los títulos – valores, los mismos que no son excluyentes, es decir, que algunos títulos pueden encasillarse en varias de estas clasificaciones. (Anexo N° 2I)

---

<sup>28</sup> Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores, Artículo N°2 en el Registro Oficial N° 367 del 23 de julio de 1998.

<sup>29</sup> Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores, Artículo N°2 en el Registro Oficial N° 367 del 23 de julio de 1998.

#### 2.14.2.1 Por la circulación

- **Nominativos**, aquellos emitidos a nombre del beneficiario determinado, debiendo inscribirse en el registro del emitente, como en el caso de las compañías anónimas, los certificados de depósito a plazo fijo. Estos títulos se transmiten mediante endoso también nominativo;
- **A la orden**, en los que se indica el nombre del primer beneficiario seguido de la cláusula “a la orden” y se transmite también mediante endoso. Como ejemplos de esta especie podemos citar a la letra de cambio, al cheque aunque estos títulos pueden ser emitidos también “al portador”.
- **Al portador**, en los cuales el título carece de beneficiario, es decir, de la designación de la persona en cuyo favor es librado, como en los casos de los cheques que se emiten sin ninguna formalidad.

#### 2.14.2.2 Según el emisor

Dependiendo de las personas que emitan los títulos – valores, esto puede ser:

- **Público**, son títulos – valores que representan una deuda, emitidos por el Estado o por cualquier entidad del sector público. Se emiten generalmente como parte de la política monetaria; para buscar financiamiento para proyectos públicos de desarrollo o para cubrir necesidades estacionales, de conformidad con las leyes que las autorizan, como en el caso de los bonos.
- **Privados**, son títulos de deuda o patrimoniales emitidos por una persona jurídica privada, sea como derivación de alguna operación crediticia o comercial, o sea con el propósito de captar recursos financieros de forma directa o en el mercado. Aquí hay que distinguir los títulos de libre creación o emisión como letras de cambio, pagarés

a la orden, etc., los títulos cuya emisión debe ser realizada por personas jurídicas autorizadas por la Ley, como los certificados de depósito a plazo fijo que solo pueden emitir las instituciones financieras y las acciones que las emiten las sociedades anónimas o de economía mixta.

#### **2.14.2.3 Por la duración**

- **Títulos de Duración**, como las acciones y las obligaciones; y,
- **Títulos de Vencimiento Inmediato**, como los cheques y las letras de cambio a la vista.

#### **2.14.2.4 Según el modo como se emiten**

- **En serie o en masa**, es decir, cuando se emiten títulos – valores en forma múltiple en unidades equivalentes entre sí, y como resultado de una operación compleja, como en el caso de la emisión de acciones en la constitución o en un aumento de capital de una sociedad anónima o de economía mixta. Estos títulos tiene un valor inicial que se va modificando de acuerdo a las variaciones del mercado; y, son básicamente fungibles y permutables por otros de la misma serie o valor.
- **Singulares**, aquellos que se emiten en razón de un negocio determinado que se realiza entre dos partes. Cada título tiene su individualidad en cuanto al beneficiario, fecha, importe, etc., como los cheques, letras de cambio, pagarés, etc.

## **CAPITULO III**

### **LA FALTA DE INFORMACIÓN, UNIFORMIDAD EN LA ESTRUCTURA DEL MERCADO Y LAS DEBILIDADES ESTRUCTURALES DE LA EMPRESA ECUATORIANA HAN LIMITADO EL CRECIMIENTO DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO**

#### **OBJETIVO:**

Evaluar si los aspectos logísticos de las Bolsas y operativos de las empresas han interferido en el desarrollo del Mercado de Valores.

#### **3.4 Insuficientes servicios informativos han limitado el desarrollo del Mercado de Valores.**

Un mundo de capitales cada vez más grande y competitivo, demanda una mayor cantidad y calidad de información, tanto de fuentes privadas como públicas, sobre las fortalezas y debilidades de los títulos – valores que se negocian, así como sus emisores y el comportamiento económico a nivel internacional.

Las inversiones bursátiles, al igual que cualquier otra decisión, traen consigo riesgos, pues se basan en acontecimientos futuros que no pueden predecirse con certeza; y, para minimizar esos riesgos, es importante la información. Es decir, mientras mayor transparencia exista en la información, el funcionamiento de un Mercado de Capitales es más perfecto, ya que la falta de presencia y veracidad en la información impide un desarrollo aceptable del mercado.

Debido a la importancia de la información en el Mercado de Valores es necesario explicar cual es su significado y alcance.

La información existe, pero casi nunca se advierte, si es o no de calidad, especialmente en mercados poco desarrollados, su calificación es muy superficial. En definitiva, la información del Mercado de Valores debe cumplir con varios requisitos tales como:<sup>30</sup>

- Fehaciente: sustentada en evidencias objetivas, imparciales y dignas de crédito.
- Confiable: basada en la buena fe y no impuesta con imparcialidad y con improvisación.
- Clara: con acceso fácil a pruebas y demostraciones cuando se amerite.
- Suficiente: con adecuada competencia y profundidad, sin limitaciones y discriminaciones.
- Oportuna: ágil y vigente en el momento preciso.
- Comprensible: que permita conocer su alcance y significación. Que evite confusiones.
- Comparable: que posibilite medir y equipar asuntos de una misma naturaleza.

A continuación, se plantea algunas relaciones que acarrea la información y el motivo del por qué se originan en los mercados financieros:<sup>31</sup>

- a) Tener información es sinónimo de poder, capacidad y competitividad.
- b) El contar con información correcta significa mejores retornos, pero sí todos los involucrados la poseen al mismo tiempo y la saben interpretar.

---

<sup>30</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo II. Pág. 157.

<sup>31</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo II. Pág. 150 – 151.

- c) La teoría de inversiones supone que los inversionistas están inseguros por falta de información.
- d) Las decisiones en el Mercado de Capitales se toman, fundamentalmente, bajo racionalidad y poca emocionalidad, por lo cual la información es crucial; y,
- e) En medios competitivos, una estrategia para enfrentar los retos, es una información oportuna y con calidad.

Por otro lado, en las inversiones bursátiles realizadas en los denominados mercados emergentes aparecen tres tipos de riesgos relacionados con la información, y que por lo tanto existen en nuestro medio:<sup>32</sup>

- a) Riesgos respecto a cambios ambientales y tendencias del mercado;
- b) Riesgos relacionados con el emisor; y,
- c) Riesgos relacionados con la parte operativa propia de cada transacción.

Para minimizar estos peligros, se requiere determinada información socioeconómica; referida al emisor para lo cual se demandan datos sectoriales de afectación a cada clase de negocio.

La información ambiental, socioeconómica, se relaciona a situaciones generales del país, por ejemplo la evolución del Producto Interno Bruto (PIB), el Índice de Precios al Consumidor (IPC), la inflación, el desarrollo de las tasas de interés domésticas y externas, las cotizaciones de la moneda local respecto a las más significativas, las situaciones de la balanza comercial y de pagos, etc. (Ver términos en el Glosario).

Las manifestaciones ambientales reorientan las inversiones hacia otros valores, como en el caso de las acciones cuando existe expectativas de

---

<sup>32</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo II. Pág. 151.



alta liquidez y ésta viene a corto plazo (provocando la reducción de las tasas de interés); generalmente, las personas adquieren acciones bajo señales basadas en información de esta variable económica y siempre reaccionan cuando las tasas están bajando, debido a tendencias inflacionarias, frecuentes en nuestra economía.

Otra información ambiental tiene relación con las disposiciones legales de distinta índole producidas por diferentes organismos del gobierno. Es por esta razón que es necesario considerar a más de los boletines oficiales, los análisis realizados desde diferentes puntos de vista.

Todas estas características indican que el inversionista necesita estar todo el tiempo pendiente de la información del entorno político, tecnológico, económico y social del país y del exterior, ya que el análisis de estos factores permite prepararse para enfrentar el futuro con un amplio conocimiento de las amenazas y las oportunidades que surgirán alrededor.

Entre los puntos que analizan los inversionistas antes de arriesgar su dinero a una determinada sociedad, es el tipo de compañía, sus planes estratégicos a mediano y largo plazo, y su grado de solvencia y solidez; evitando así sorpresas como inversiones muy líquidas a un corto tiempo sin un futuro a mediano y largo plazo. Además examinan el contenido de la publicidad sobre los títulos – valores y la imagen que proyectan las firmas emisoras.

Al no obtener información verídica de los emisores, en los inversionistas nace la desconfianza, lo que hace que no estén dispuestos a pagar demasiado por las acciones adquiridas; otros inversionistas en cambio no les queda de otra que confiar en la escasa información suministrada por las empresas y para compensar el riesgo exigen altos retornos.

Cuando un inversionista no tiene suficiente información especial o poder predictivo, lo útil es diversificar concentrando su atención en la famosa ecuación riesgo – rentabilidad<sup>33</sup>.

Actualmente, las empresas que negocian sus acciones en las Bolsas de Valores, tienen la obligación de presentar sus estados financieros auditados y someterse a la calificación de riesgo. Los balances, declaraciones, publicaciones y otras decisiones financieras son envíos de información y señales al mercado, como es el caso de las políticas de dividendos anunciadas por las empresas.

En los mercados de valores, el precio representa una manera importante de resumir información y se califica a un Mercado de Capitales como eficiente o no, cuando la información tiene al menos estas tres características:

- a) Se encuentra disponible
- b) Es barata para los usuarios; y,
- c) Se refleja en el valor de los precios de los títulos.

Principalmente, la eficiencia de los mercados competitivos de títulos, se demuestra en el grado de velocidad con que reaccionan los precios de los valores a la flamante información. En una plaza eficiente, los precios se ajustan rápidamente en razón de los nuevos datos. En mercados perfectos, se conoce que, toda la información relevante y examinable repercute en los precios.

Entonces, los precios se asocian con los tres tipos de información indicados: al medio, al emisor y sector correspondiente; y, al procedimiento procesal.

---

<sup>33</sup> A mayor rentabilidad, mayor Riesgo, y a menor rentabilidad, menor riesgo.

Igualmente, existen tres niveles de información que se reflejan en los precios de los títulos en relación a la eficiencia indicada, estos son:<sup>34</sup>

- a) La eficiencia del Mercado de Capitales es débil, cuando los precios se basan en información histórica. Las pautas seguidas por las cotizaciones en el pasado no permiten obtener resultados extraordinarios.
- b) Eficiencia semi – fuerte se manifiesta cuando los precios se sustentan, aparte de la información histórica, en información actual, relevante y difundida; y,
- c) Eficiencia fuerte, se muestra cuando los precios se basan en información histórica, más la actual, relevante y difundida; y, adicionalmente el examen particular de la empresa y la economía del medio.

Además se sabe que las Bolsas de Valores son el escenario ideal de la competencia perfecta debido al cumplimiento de las siguientes características:<sup>35</sup>

- Mercado libre.- Significa que los sujetos tienen libertad para efectuar sus transacciones en las condiciones fijadas por los participantes. Muestra que el mercado es abierto, no hay barreras de acceso, ya que no existen actores en posiciones predominantes como para ejercer efecto alguno en el precio de los valores. Revela un mercado con tasas de rentabilidad libres y con adecuada información.
- Mercado Transparente.- Indica que cada sujeto económico que opera, conoce las propuestas y posiciones de los demás, de modo que los

---

<sup>34</sup> Brealey Richard, *Principios de Finanzas Corporativas*. España: Editorial Mc. Graw Hill, 1993, cuarta edición. Pág. 353 – 354.

<sup>35</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo I. Pág. 72 - 74.

diferentes actores toman posiciones en base a similar conocimiento e información. Esto posibilita la formación de un precio único.

- Mercado Normal.- Se rigen principios como: neutralidad de precios, y que estos se dan en equilibrio. En el primer caso, se considera al precio como independiente a la de su comportamiento, sin uso, de información privilegiada<sup>36</sup>. El segundo, supone: (a) eficiencia operativa, un mercado que funcione a los menores costos posibles, se logra en situaciones de carácter no monopolístico y donde no hay fricciones que impida la libre negociación de títulos; y, (b) eficiencia en la transparencia anteriormente mencionada.

Las características mencionadas anteriormente difieren de las existentes en el Mercado de Valores ecuatoriano, como: <sup>37</sup>

1. Conducta no racional o maximizadora de los sujetos que intervienen;
2. Agentes económicos desconocedores del riesgo;
3. Información de difícil acceso;
4. Presencia de externalidades;
5. Existencia de fricciones en el mercado; y,
6. Competencia imperfecta en los mercados de productos y activos financieros.

Además, la deficiencia de nuestro mercado se evidencia, por su pequeño tamaño y los volúmenes de transacciones modestas, por el tamaño de la economía, por el monto del mercado de acciones, y/o por la idiosincrasia financiera tradicional, que se manifiesta por la resistencia por parte del empresario en la apertura a nuevos accionistas.

---

<sup>36</sup> Información no divulgada al mercado y que al hacerlo puede modificar la oferta y demanda, y los precios de los títulos. Pudiendo originar graves perjuicios tanto a los inversionistas como al mercado global con una imagen desdibujada y confusa.

<sup>37</sup> Copeland & Weston, *Financical Theory and Cooperate Policy*, primera edición. Pág. 197

Es importante tener presente el papel del Estado con respecto al objetivo de perfeccionar el mercado. El Estado, como regulador, debe intervenir cuando el mercado libre esté funcionando con imperfecciones, a fin de subsanar esas anomalías y evitar que se den, por ejemplo, situaciones monopólicas. Sin embargo, en nuestro país, el Estado ha asumido medidas de carácter proteccionista en función de aumentar el interés público, aunque la existencia de un mercado perfecto no ha sido promovida con las características definidas (libre, transparente y normal), porque es la única forma de preservar los intereses de todos los participantes.

Los organismos encargados de velar e impulsar el desarrollo de un Mercado de Capitales eficiente, tienen la responsabilidad de revisar que la información que transmiten las empresas emisoras posea las características descritas, antes de entregarla a las Bolsas de Valores.

Los intermediarios a parte de revelar datos sobre ellos mismos, están encargados de traspasar la información acerca de los títulos que intermedian.

A pesar de que en teoría se considera que los mercados de capitales deben ser perfectos, en la práctica no lo son, estos se desarrollan o estancan al superar o no sus imperfecciones con el tiempo. El impulso del Mercado de Valores es una tarea de largo plazo, es un proceso, pero que en el Ecuador amerita que deba cimentarse en el corto plazo.

En nuestro medio no existen estándares de calidad que propicien un sano desarrollo del Mercado de Capitales, por lo que es indispensable formar una cultura de información tanto en emisores, intermediarios y actores del mercado en general.

Con respecto a la veracidad de los datos de los estados financieros, existen factores que pueden afectar su realidad económica. Por ejemplo:

en la legislación contable – tributaria, no se permite el establecimiento de provisiones o reservas técnicas para propósitos como: reservas grandes y reales para cuentas por cobrar, indemnización de empleados, etc., que las permitidas en la ley. La contabilidad no se rige por los principios de valoración de los mercados, sino por el valor en libros, esto ha llevado a la formulación de dos estados contables: uno para fines fiscales y otro (oculto) para los accionistas e inversionistas. Otro aspecto es la utilización de ciertas operaciones contables que se practican en los estados financieros para exponer una mejor imagen como:

- La financiación fuera de balance, consiste en extraer de los balances, ciertos activos y pasivos para disminuir deudas o esconder formaciones de entidades con los mismos patrimonios contables.
- El efecto windows dressing<sup>38</sup>, se refiere a la manipulación de determinadas cuentas, como: acelerar ventas al final del período para exhibir un movimiento anual más fuerte, ocultar morosidad.

Estas operaciones mencionadas constituyen un riesgo de información poco veraz y son parte de los problemas que tiene que afrontar la autoridad que vigila las empresas que cotizan en Bolsa; los balances auditados por firmas reconocidas minimizan estos problemas.

En el mundo financiero de continua incertidumbre, es necesario que existan mercados de información que permitan mitigar los riesgos; en los cuales la información es obtenida a través de estadísticas, análisis y opiniones de órganos y entidades especializadas en los campos económicos, políticos y sociales; mediante el acceso a los medios informativos escritos y computarizados de cualquier parte del mundo.

Los boletines periódicos de las Bolsas de Valores y las publicaciones en la prensa, son medios en los cuales se puede averiguar sobre los

---

<sup>38</sup> Maquillar un balance, para que tenga un mejor aspecto.

movimientos de los valores negociados a renta fija y variable. Además de la tendencia del índice Ecu-index, lamentablemente existe falta de conocimiento en lo que respecta a indicadores como: BVG INDEX, IPECU BVG, IRECU BVG, IRBQ. (Anexo N° 3a).

En sí, toda esta información constituye un importante apoyo, para la orientación de los inversionistas, emisores, hombres de negocios y el mercado financiero en general.

A más de estos mecanismos, existen algunos métodos de información abierta como son: las calificaciones de riesgo, la oferta pública y el registro del Mercado de Valores.

La calificación de riesgo, provee datos veraces, completos sobre los emisores de títulos y garantes, que según diferentes expertos nacionales, éstas calificaciones son cuestionadas, ya que sobrestiman la situación de las empresas, lo cual resta a la información veracidad y confiabilidad.

La oferta pública de valores, pone a consideración de todo el público o sectores específicos, propuestas para la negociación de valores, para su adquisición o enajenación. Toda propuesta es previamente aprobada por la autoridad competente y es sometida a una calificación de riesgo; el problema comienza con las operaciones extrabursátiles (ocultas) que enfrentan a la información en términos de: calidad, transparencia y promoción, ya que sus negociaciones son realizadas entre grupos cerrados e interesados.

El registro del Mercado de Valores, encargado de inscribir todos los títulos-valores, emisores, Bolsas de Valores, mecanismos extrabursátiles, casas de valores, operadores e intermediarios y toda la información pública y periódica, que este disponible para la colectividad. Lo dramático es que no existe un registro exacto de un volumen de negociaciones y tipos de papel tranzados internamente. Los emisores deben proporcionar

un reporte mínimo sobre los estados financieros semestrales con anexos auditados (estados de situación, de ganancias y pérdidas, de flujo de efectivo, de evolución patrimonial, dictamen de auditoría, e índices financieros), reparto de dividendos, aumentos de capital y otra información relevante del ejercicio económico.

Entre una de las imperfecciones de nuestro Mercado de Valores, está el manejo de información privilegiada. Uno de los problemas de las Bolsas de Valores es la desigual obtención de la información, que enfrentan especialmente los inversionistas comunes y corrientes frente al contralor e incluso el intermediario. Ciertos intermediarios, tienen la influencia de hacer uso de sus poderes, los cuales se identifican como monopólicos en beneficio particular.

Los hechos mencionados corresponden a un acceso a información privilegiada; una de las formas más comunes es el insider trading; es decir, negociar acciones utilizando información interna. A pesar que detectar la manipulación de datos no es difícil, la mayoría es ignorada.

Las normas jurídicas sobre el Mercado de Valores prohíben que las personas que tengan acceso a este tipo de información, no hecha pública todavía, negocien directa o indirectamente con títulos, acciones u otros valores negociables de la compañía a la que pertenece la información. Con esto se busca que todos los inversionistas participen en relación a una misma base informativa, con el propósito de que se igualen las posiciones en el mercado, a través de normas que aseguren una amplia y oportuna revelación de ella, castigando, al mismo tiempo, la utilización de datos internos en beneficio propio y en desmedro del mercado.

En cualquier mercado se dice que los tres motores que lo mueven son: el rendimiento de los dividendos, el crecimiento de las ganancias empresariales y el elemento especulativo. No obstante, una cosa es una



cifra publicada y otra apostarle a una cifra rumorada, ya que constituye un alto riesgo y muchas veces acarrea muchos lamentos.

Para finalizar y a manera de síntesis, de lo expuesto anteriormente, se puede afirmar que el Mercado de Valores Ecuatoriano es un mercado débil, entendiéndose por esto el escaso nivel de información que entrega la economía.

Por lo que, para hacer un análisis bursátil es necesario información que permita determinar la situación y evolución real de las bolsas, dentro de la información requerida está: volúmenes de primera y segunda edición, estructura de rendimientos negociados en bolsa por plazos. Pero este tipo de información, que en otros centros financieros es de fácil acceso, en el ecuatoriano no es de amplia difusión pública, o no existe, lo cual impide la elaboración de pronósticos o estudios que intenten conocer mejor al sector y al mercado.

### **3.5 Modestos actores dentro del Mercado de Valores han determinado el incipiente desarrollo alcanzado por este.**

El Mercado de Capitales en el Ecuador se encuentra en una etapa incipiente de desarrollo, lo cual constituye la explicación fundamental de su modesta importancia como fuente de financiamiento de la inversión. Dentro del mercado, el número y variedad de instrumentos es reducido y su tendencia es poco diversificada. Las instituciones financieras del Ecuador operan poco en el mercado a largo plazo y cuando lo hacen, es en forma sencilla y en ocasiones, como respuesta a medidas obligatorias de las autoridades monetarias; por otra parte, las operaciones que se llevan a cabo en las diversas Bolsas de Valores, son apenas una fracción modesta del total de transacciones en el mercado y se hallan limitadas a un pequeño número de títulos – valor.

Sin embargo, después de un período relativamente largo sin que sucediera nada extraordinario en las condiciones del Mercado de Capitales Ecuatoriano y durante el cuál ha tenido pocas transformaciones sustanciales, se aprecia ahora una tendencia hacia la introducción de prácticas modernas y procedimientos nuevos que respondan a las necesidades básicas y principalmente cumplan con su objetivo que es movilizar y canalizar en un mayor volumen los ahorros disponibles en el país hacia la inversión productiva. Lo anterior es un reflejo del grado de desarrollo que se va experimentando y de la preocupación que se tiene por acelerarlo.

Un primer aspecto, se refiere a los instrumentos del Mercado de Capitales, los cuales se dividen en dos grandes grupos: valores de renta fija y valores de renta variable.<sup>39</sup>

De acuerdo a informaciones, los valores de renta fija constituyen el principal instrumento de captación de ahorros del mercado. Estos valores son clasificados de acuerdo al emisor, distinguiéndose dos subgrupos: sector público y sector privado (empresas, sector bancario y particulares).

Los valores de renta fija emitidos en el sector público tanto en la Bolsa de Valores de Quito como en la de Guayaquil, representaron una parte muy importante de la circulación total; esa participación, representó el 68.11% del total de las transacciones del 2005. Son de cinco tipos:<sup>40</sup>

- Los Certificados de Tesorería (65.82%), emitidos por el Tesoro Nacional,

---

<sup>39</sup> CEMLA, *Los Mercados de Capitales en Latinoamérica*, México D.F.: Gráficas Panamericanas, 1964. Pág. 191 - 199

<sup>40</sup> Spurried Walter, *Análisis Semanal Mercado Accionario Durmiendo*, Guayaquil: nn, Abril 2 de 1997. Pág. 6 – 8.

- Los Bonos del Estado (documentos a corto plazo), constituyeron el 1.78% de todas las transacciones a través de las Bolsas de Valores en el 2005.
- Las Notas de Crédito emitidas por instituciones del Sector Público, representaron el 0.50%; y,
- Los cupones representaron el 0.01%.

En cuanto a lo que respecta a los primeros meses del 2006, los montos totales de transacciones en renta fija del sector público representaron un 34.59%, lo cual se detalla a continuación:

- Certificados de Tesorería (30.61%), emitidos por el Tesoro Nacional,
- Bonos del Estado 1.98% de todas las transacciones a través de las Bolsas de Valores en el 2005.
- Certificados de Inversión, representaron el 1.39%; y,
- Notas de Crédito emitidas por instituciones del Sector Público, representaron el 0.60%.

Aún cuando se puede ver que existe una diversidad de este tipo de valores; su liquidez es relativamente baja y por ello reciben, con frecuencia, el apoyo del propio emisor, o de organismos especializados encargados de regular el Mercado de Valores, en particular el Banco Central.

Otro de los subgrupos dentro de los valores de renta fija, lo constituyen los valores emitidos por el sector bancario, empresas y particulares, representan una parte muy importante de diversos sectores económicos y comprenden organismos de distinta índole, tanto de presentación, servicios y producción de bienes.

Es así que, los papeles privados en el 2005, representaron un 31.01% y son:

- Los certificados de depósito, representan el papel más importante del sector empresarial, con el 19.10%, siendo los más negociados después de los Certificados de Tesorería.
- Las pólizas de acumulación constituyeron el 6.26% de todas las operaciones a través de la Bolsa de Valores.
- Los valores de titularización fueron un 1.41%.
- Las letras de cambio representaron el 0.82% del total de las transacciones del sector privado.
- Los certificados de inversión representaron el 0.60%.
- Otros papeles privados se transaron en porciones mínimas: avales bancarios, cédulas hipotecarias, aceptaciones bancarias, obligaciones, certificados de ahorro, entre otras. Anexo N° 3b

En lo que tiene que ver en los primeros meses del 2006, se puede observar que ha existido un movimiento del 62.39% de valores de renta fija del sector privado, los cuales se detallan a continuación:

- Los certificados de depósito, son los papeles más negociados, con el 30.48%.
- Las pólizas de acumulación constituyeron el 7.63% de todas las operaciones a través de la Bolsa de Valores.
- Los valores de titularización representaron el 6.95% del total de las transacciones del sector privado.
- Las obligaciones representaron el 3.79%
- El papel comercial constituyó un 2.61%
- Los certificados de inversión representaron el 2.21%.
- Otros papeles privados se transaron en porciones mínimas: letras de cambio, avales bancarios, cédulas hipotecarias, aceptaciones bancarias, certificados de ahorro, entre otros. Anexo N° 3b

En términos generales, este tipo de valores representan mayor diversidad en sus características y con frecuencia poseen ciertos elementos de

ajuste en su rendimiento que aumentan en algo su atractivo para el inversionista. De ahí que su tenencia sea más diversificada. El apoyo que reciben estos valores son en parte de sus emisores y su liquidez se encuentra determinada por las fuerzas del mercado; además, disfrutan de un favorable tratamiento bursátil.

Pero, uno de los motivos por lo que las empresas acuden en forma modesta a la emisión de valores de renta fija como fuente de financiamiento es debido a que utilizan sus propias utilidades y el crédito directo de los bancos para llevar a cabo sus inversiones.

A consecuencia de las modalidades particulares de financiamiento de la inversión de las empresas, al igual que los valores de renta fija, las acciones no tienen la suficiente importancia dentro del Mercado de Valores Ecuatoriano.

Los valores de renta variable (acciones) comprenden la otra sección de los instrumentos del Mercado de Capitales, según detalle de transacciones realizadas este tipo de valores fueron negociados en los primeros meses del 2006, en un 2.25%, desglosando: acciones del sector financiero (0.48%) y del sector mercantil (1.75%). La información al respecto es general, lo cual dificulta la apreciación de sus modalidades.

En lo que respecta a la emisión de acciones, hasta el mes de diciembre del 2005, se autorizaron dos emisiones de esta clase de valores por un monto de \$ 4,91 millones, equivalente al 415,8 por ciento superior al del año 2004, cuando se autorizaron tres emisiones por \$ 950 mil.

Existen dos tipos fundamentales de valores de renta variable: las acciones ordinarias o comunes y las preferentes y privilegiadas (aunque existe otras clases no muy utilizadas como: parcialmente prepagadas, de aportación en especie, las de capital e industrias, etc.).

Dentro del Mercado de Valores Ecuatoriano constan una diversidad de papeles de renta variable de diferentes bancos, industrias y del sector comercial que cotizan en Bolsa (Anexo N° 3c). Entre las acciones en el 2006, más negociadas tenemos: a Cervecería Nacional, Cervecería Andina, Banco de Guayaquil, Holcim Ecuador, Hotel Colón, Industrias Ales, INVERSANCARLOS S.A., La Favorita, Banco Pichincha, Road Tracking Ecuador S.A., Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos. Anexo N° 3d

A pesar de existir acciones dentro del mercado bursátil, no se ha obtenido la respuesta esperada por los inversionistas, ya que los valores de renta variable son los menos negociados dentro de las Bolsas de Valores del Ecuador, lo que da como resultado el pobre desempeño del Mercado de Valores y su escasa importancia dentro de la circulación total.

De acuerdo a información proporcionada por las Bolsas de Valores, durante el año 2005, el mercado de valores en el Ecuador registró un record de emisiones de valores desde el año de 1997, pues se autorizaron procesos de oferta pública de valores por un monto total de \$468 millones.

Del total autorizado, \$236,5 millones (50,6%) corresponden a papel comercial, \$107,3 millones (22,9%) a obligaciones, \$119,0 millones (25,4%) a procesos de titularización, y \$4,9 millones (1,1%) a acciones. Anexo N° 3e.

Para que la Bolsa de Valores haya obtenido estos resultados en el segmento de oferta pública se ha requerido el perfeccionamiento de diferentes factores por parte de las autoridades institucionales para favorecer el desarrollo de este mercado, entre ellos está: la agilidad en la aprobación de los procesos de oferta pública; y, la simplificación en los trámites de papel comercial, por el cambio en las normas reglamentarias

impulsadas por la Superintendencia de Compañías y autorizadas por el Consejo Nacional de Valores, al reducirse el número de revisiones de la calificación de riesgo que debía hacerse a las emisiones de este valor; provocando que sea más atractivo por la disminución en sus costos.

A esto se suma la mayor utilización del mecanismo de titularización por parte las instituciones del sector financiero, así como de la emisión de obligaciones por parte de instituciones de los sectores financiero y mercantil.<sup>41</sup>

Esta mayor utilización de los mecanismos de emisión de valores en el 2005, por parte de 17 emisores del sector mercantil y 7 del sector financiero, denota una mayor confianza en el Mercado de Valores, así como la certidumbre de las bondades que ofrecen, sobretudo en relación con los plazos, que son superiores a los máximos que ofrece el sistema financiero. Esto se viene produciendo una vez superada la inestabilidad política del año 2004.

Sin embargo, si se realiza otra comparación con el monto total autorizado por Oferta Pública y la cartera total de crédito del sistema bancario en todo el año 2005, se obtiene una relación del 6,7%, que comparada con la del año anterior, cuando llegó al 2,0%, resulta superior en más de tres veces.<sup>42</sup>

Con esta información se puede ver que el Mercado de Valores Ecuatoriano ha crecido, aunque todavía se requiere que exista una mayor confianza por parte de los emisores y de los inversionistas, para que este incremento siga hasta llegar a estándares aceptables.

---

<sup>41</sup> Superintendencia de Compañías, Dirección de Estudios, *Boletín Estadístico del Mercado de Valores*, 2006.

<sup>42</sup> Superintendencia de Compañías, Dirección de Estudios, *Boletín Estadístico del Mercado de Valores*, 2006.

Un segundo aspecto se refiere a las instituciones que operan en los mercados de capitales.<sup>43</sup> Se dividen en varios grupos, según su carácter público y privado; y a las principales modalidades de sus operaciones activas.

La banca privada (es el primer grupo considerado) representa el sector más importante dentro de la estructura financiera en Ecuador; están íntimamente ligados con el mercado de dinero y operan de modo principal a corto plazo. Sin embargo tienen un carácter mixto, debido a la influencia de disposiciones del Banco Central y la Junta Monetaria, que han encauzado una parte de sus recursos hacia el mercado financiero a largo plazo, a través de crédito e inversiones en títulos – valor, principalmente del sector público.

El segundo grupo de instituciones lo forman los llamados bancos de inversión. Sus operaciones principales desde el punto de vista institucional, se deben canalizar a plazos largos; sin embargo, se puede observar que concentran sus recursos en el corto plazo, haciéndose menos clara su separación de la banca comercial.

La necesidad de complementar o suplir los recursos de la banca privada para atender las necesidades de financiamiento de sectores específicos de la economía han hecho surgir un número considerable de instituciones oficiales de crédito, que formarían el tercer grupo (dentro de los cuales se tiene a: la Corporación Financiera Nacional, el Banco del Estado, etc.).

Las principales fuentes de obtención de recursos de este grupo son las aportaciones del gobierno. En menor medida, utilizan la emisión de valores y créditos internos, complementados, en forma creciente, con

---

<sup>43</sup> CEMLA, *Los Mercados de Capitales en Latinoamérica*, México D.F.: Gráficas Panamericanas, 1964. Pág. 18 - 23



recursos del exterior. Todo este escenario crea un ambiente paternalista y poco atractivo para la inversión.

El cuarto grupo de instituciones lo constituyen los intermediarios financieros no bancarios, tanto de carácter público como privado, que sin ser bancos participan en el mercado mediante financiamiento a largo plazo.

Sin embargo, en los últimos años ha sido creciente la importancia de las compañías de seguros y fianzas como medio para captar el ahorro de la colectividad. Las primas de seguros constituyen su fuente principal de recursos, devengan en algunos casos una pequeña tasa de interés, por lo que hace a su intervención activa en el mercado.

Finalmente, existen organismos del Estado encargados de la supervisión y vigilancia del mercado, tanto en lo concerniente a las operaciones con valores como a las actividades de diferentes instituciones en el largo plazo.

Un tercer aspecto se relaciona a las dos Bolsas de Valores existentes en el Ecuador, constituidas por capital privado, las cuales disponen de fondos de sus propios recursos, de los derechos de inscripción de los valores y de la participación en las comisiones de los corredores.

Las operaciones de las bolsas se llevan a cabo al contado, casi en su totalidad, por regla general; siguen procedimientos uniformes y tradicionales para las transacciones con valores, pero cada una tiene sus particularidades derivadas de sus propias prácticas y costumbres.

La actividad bursátil es muy diversa. Un buen indicador de su intensidad y diversificación lo proporciona la comparación entre los valores inscritos y los operados en las distintas bolsas, en el período enero-diciembre del 2005, el volumen de transacciones en el mercado bursátil nacional

alcanzó los \$3.496,6 millones, correspondiendo el 53,6% (\$1.873,3 millones) a negociaciones efectuadas en la Bolsa de Valores de Guayaquil y el 46,4% (\$1.623,3 millones) a negociaciones en la Bolsa de Valores de Quito. Esta estructura comparada con la del año pasado es 1,8 puntos porcentuales mayor en el caso de la Bolsa del puerto principal. Por otro lado, se puede asegurar que las operaciones realizadas dentro de las bolsas representan solo una parte reducida del total que incluyen aquellas que se lleva a cabo fuera de ella.

Las negociaciones de valores del sector público durante el año 2005, siguieron siendo mayoritarias con el 49,34%, relacionándola con el año 2004, redujeron en 19,1 puntos porcentuales, pero preponderaron los valores de renta fija, como es común en el mercado nacional.

A diferencia de los valores del sector público, las transacciones de valores del sector privado, siguieron siendo minoritarias; sin embargo, experimentaron un sensible aumento en los papeles del área financiera, pues registraron un incremento del 58,1% (\$569,8 millones) especialmente en certificados de depósito, que pasan de \$498,3 millones a \$871.9 millones.

Otro aspecto importante es el papel que está desempeñando la negociación de valores provenientes de procesos de titularización, pues de un monto de \$31,8 millones en el año 2004 se pasa a \$103,4 millones en el 2005, lo que significa un crecimiento del 225,2%; en este último año, dicho monto representa el 5,9% del total de transacciones.

En lo que tiene que ver con las obligaciones emitidas por los sectores mercantil y financiero, incluidas las de papel comercial, en el período analizado tuvieron un buen nivel de aceptación, ya que alcanzaron \$123,5 millones, representando un incremento del 60,4% con relación al volumen de negociación de similar período del 2004.

El Sector Público, realiza una importante participación con los certificados de tesorería en las negociaciones totales. Este tipo de papeles son valores de corto plazo emitidos por el Ministerio de Economía y Finanzas para financiar el presupuesto, constituyeron los papeles más transados en el período del 2005 con una participación del 42,2%, pese a una ligera reducción respecto del año 2004, pues el monto negociado pasa de \$1.462 millones en ese año a \$ 1.418 millones en el 2005. Los Bonos del Estado ocupan el segundo lugar con un volumen de \$203,7 millones, y participan con el 5,8% en el total de transacciones; este nivel es cuatro veces inferior al registrado en el año 2004.

Los Certificados de Tesorería y los Bonos del Estado, significan en conjunto cerca del 50% del movimiento bursátil nacional, nivel que resulta 17 puntos porcentuales inferior al del año 2004.

Una de las causas por la menor negociación de valores del sector público, sobretodo de Bonos del Estado, sería resultado del ingreso de mayores recursos fiscales para el Gobierno, por la transferencia de los fondos del FEIREP al Presupuesto del Estado. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, más del 50% de las transacciones son de papeles de este sector, que apoyan a la positiva evolución de la economía en general, debido a la mayor estabilidad política y los altos precios de petróleo, por lo que estos valores siguen siendo demandados por los inversionistas en razón de su seguridad y rentabilidad.

Igualmente, las transacciones de los papeles del sector privado adquieren mayor significación, preferentemente del ámbito financiero aunque también son importantes los del sector mercantil, que registran un crecimiento del 175%.

La estabilidad económica del país también ha generado confianza en el inversionista extranjero, pues en la primera semana del mes de diciembre

el Gobierno pudo colocar en el mercado internacional bonos por una suma de \$650 millones a una tasa del 9,375% y un rendimiento total del 10,75%, a 10 años plazo.

Tomando en cuenta las transacciones por tipo de mercado, las operaciones de primera colocación o mercado primario, representan el 68,8%, con un volumen de \$2.404 millones; esta representación resulta 23 puntos porcentuales menor que la observada en el año anterior; por su parte, las transacciones en el mercado secundario alcanza los \$1092,6 millones, monto equivalente al 31,2% del total negociado en el período. Esta evolución del mercado secundario se la considera positiva, porque reflejaría una mayor profundización del mercado bursátil nacional.

En lo que se refiere a los plazos de negociación, no ha existido una variación significativa en las preferencias de los inversionistas, ya que el comportamiento tradicional es escoger el corto plazo, lo cual está en relación con realidad de la economía nacional.

Considerando la estructura de las negociaciones bursátiles por tipo de renta, como es común en el mercado ecuatoriano, se observa una influencia de negociación de valores de renta fija, que en el período del 2005 representan el 95,9% con un monto transado de \$3.352,7 millones, en tanto que los títulos de renta variable participan con apenas \$143,8 millones que equivalen al 4,11% del total nacional.<sup>44</sup>

Según las cifras antes observadas sobre la evolución cuantitativa del valor de las operaciones realizadas tanto en la Bolsa de Valores de Quito como en su similar de Guayaquil durante el año 2004 y 2005, indican la presencia de factores económicos de carácter general, que han afectado de modo evidente y de cierta forma la actividad de las dos bolsas. Pero

---

<sup>44</sup> Superintendencia de Compañías, Dirección de Estudios, *Boletín Estadístico del Mercado de Valores*, 2006.

así mismo, en las operaciones efectuadas se observan algunas características dignas de mencionar, esto en cuanto a la importancia relativa de los dos tipos de valores, tendientes a un aumento del volumen de negociaciones de renta fija.<sup>45</sup>

### **3.6 Las debilidades estructurales de la empresa ecuatoriana no han permitido la dinamización y crecimiento del Mercado de Valores.**

La debilidad del Mercado de Capitales Ecuatoriano se ha convertido en uno de los responsables de las deficiencias en la estructura financiera y de capital que actualmente presenta la empresa en el Ecuador. A pesar de estímulos tributarios (exoneraciones y deducciones tributarias), un tratamiento especial para la inversión extranjera, mejoramiento y modernización de los mecanismos de negociación, controles del Consejo Nacional de Valores que le han dado transparencia al Mercado de Valores; los montos de financiamiento que la empresa consigue por medio de la emisión de acciones y de obligaciones son bajos y no han sido explotados en su totalidad sobre todo por el sector real de la economía; esto se pudo observar según los últimos datos registrados en el año 2005 y parte del 2006, donde muestran que sólo una parte del total de las empresas ecuatorianas acuden a la Bolsa de Valores para emitir títulos/valores.

Parte del problema sobre la debilidad del Mercado de Capitales del Ecuador, nace hace varios años debido a la intervención del Estado en un manejo de la política económica, buscando favorecer exclusivamente a

---

<sup>45</sup> CEMLA, *Los Mercados de Capitales en Latinoamérica*, México D.F.: Gráficas Panamericanas, 1964. Pág. 25

las instituciones financieras y a acreedores externos, es decir a los poderosos grupos financieros y a sus empresas vinculadas.

Así, por ejemplo citamos a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero (LGISF) y su Reglamento publicada en el registro oficial en mayo y julio de 1994 respectivamente. Donde uno de los objetivos de esta ley era suprimir los programas de crédito dirigidos por el gobierno a través de los bancos privados, la reducción y racionalización de los encajes bancarios, la eliminación de los controles explícitos de las tasas de interés; además, se autorizó a los bancos ecuatorianos realizar transacciones de créditos y depósitos en dólares o moneda extranjera y en unidades de cuenta; y, se permitió que los bancos ecuatorianos realicen operaciones off-shore fuera del país.

No obstante, cuando los bancos privados otorgaban créditos “a dedo” a ciertos sectores promovidos por el gobierno, no se utilizaban solamente los créditos subsidiados (con tasas por debajo de las del mercado) por el gobierno sino que también se hacía uso de los depósitos del público. Así ciertos empresarios grandes con suficiente influencia en los bancos y el gobierno recibían subsidios de los depositantes sin que estos últimos estuvieran enterados. Los bancos en este sentido fueron utilizados como las vacas de efectivo de ciertos grupos empresariales<sup>46</sup>.

Adicionalmente a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, estaba la Ley de Mercado de Valores que se había aprobado casi un año antes de la LGISF. Sin embargo, a esa fecha tal ley no había generado la explosión financiera en el mercado bursátil ecuatoriano. Entre otras cosas, porque adolecía de incongruencias; como por ejemplo: el tributario.

---

<sup>46</sup> La concentración de créditos, los préstamos vinculados, las altas tasas activas de interés, los altos márgenes de intermediación, la ausencia de competencia. Son hechos anteriores no sólo a la dolarización, sino también a las reformas “liberalizadoras” de Durán Ballén.

En la LMV se estipulaba que los inversionistas ocasionales pagarían 0% de impuesto a ganancias de capital mientras que los habituales pagarían 25%. La propia ley que creaba los fondos de inversión para promover el movimiento de la bolsa, consideraba como inversionistas habituales a tales fondos, por lo que dentro de la propia ley se inhibía su desarrollo. Además, si un comprador de acciones quería recibir una deducción tributaria del 50% se le prohibía vender tales acciones por dos años. Es decir, se restringía el desarrollo del mercado secundario de valores que es el corazón de todo mercado bursátil. La LMV también estimulaba a que los compradores de valores inviertan más en renta fija que en renta variable, puesto que el impuesto sobre las obligaciones sólo era de 8% en contraste con el 25% de las acciones.<sup>47</sup>

Es importante recalcar todo esto, debido a que cuanto más importante es el desarrollo del Mercado de Valores el costo del capital se reduce mucho más para el empresario. Por lo que, las Bolsas de Valores ofrecen servicios y productos sustitutos para los inversionistas y en competencia con los bancos. Ante la falta de crecimiento del Mercado de Valores Ecuatoriano, los bancos siguen predominando en el mercado financiero.

A parte de lo antes enunciado, existen distintos obstáculos que impiden que se de una estructura de capital eficiente en el país como: la orientación del Sistema Financiero Ecuatoriano hacia un mercado de dinero, la escasez de fuentes de financiamiento de mediano y largo plazo, vía deuda, así como la limitada apertura de las empresas.

Una de las consecuencias para que el Sistema Financiero Ecuatoriano mantenga una estructura de corto plazo influenciado en los depósitos, es debido a la desconfianza en el sistema y en la percepción de riesgo de los

---

<sup>47</sup> Pedro Román Alemán, *Crisis Bancaria en Ecuador: Causas y Posibles soluciones*, febrero del 2005

créditos. Es por esto que la banca privada debe destinar un porcentaje importante de sus activos a operaciones líquidas y de menor rentabilidad.

El camino que sigue el sistema financiero inclinándose hacia un mercado de corto plazo se debería modificar en el futuro, creando instrumentos de captación a mediano y largo plazo que permitan sostener esquemas de financiamiento a un plazo mayor; lo cual no se podrá lograr mientras exista la incertidumbre de la inflación que puede hacer negativo el rendimiento de su inversión en términos reales, la incursión en las tasa de interés altas en nuestro medio puede ser el primer paso en esa dirección tal y como ha ocurrido en otros países.

Varias veces se ha escuchado la existencia de períodos de recuperación en el sector industrial; sin embargo, persisten problemas estructurales que pueden afectar el desempeño futuro de las empresas como: elevados niveles de endeudamiento, baja eficiencia en la utilización de activos; a esto se puede añadir problemas de iliquidez y encarecimiento del crédito.

En tal virtud, el fortalecimiento del Mercado de Capitales requiere no solamente el fortalecimiento del mercado de acciones u obligaciones sino también la creación de mecanismos que permitan el otorgamiento del crédito de mediano y largo plazo diferente al crédito de fomento.

Los inversionistas para llevar a cabo una inversión, evalúan cuatro características fundamentales que afectan la tasa de retorno de un activo financiero, las cuales son:<sup>48</sup>

- Rentabilidad.- El rendimiento de un activo financiero constituye una de las variables más importantes cuando se va a considera una inversión en determinado activo.

---

<sup>48</sup> CEMLA, *Los Mercados de Capitales en Latinoamérica*, México D.F.: Gráficas Panamericanas, 1964. Pág. 72



- Liquidez.- La inversión realizada en un activo financiero se puede recuperar a su vencimiento en el emisor del mismo (liquidez primaria) o vendiéndole en un mercado secundario (liquidez secundaria). El mercado secundario corresponde a un concepto general que involucra entre otras a las Bolsas de Valores.
- Riesgo.- La probabilidad de pérdida de la inversión o la incertidumbre en el rendimiento corresponden a las dos dimensiones del riesgo que se deben considerar al invertir. El riesgo es inherente a cualquier mercado financiero y por ello se deben desarrollar estrategias e instrumentos que permitan su manejo.
- Aspectos Tributarios.- Las leyes tributarias afectan de manera definitiva en la inversión, ya que si se entregan incentivos tributarios se puede lograr que los inversionistas ya sean personas naturales o jurídicas realicen una inversión.

Todos estos componentes son definitivos en el desarrollo de un mercado bursátil eficiente, países como Estados Unidos, Europa, Australia, Japón, etc.; han alcanzado un elevado grado de desarrollo debido al interés que han puesto en estos factores; innovando esquemas económicos e instrumentos que son desconocidos en nuestro medio; estos instrumentos constituyen hoy en día el eje principal del mundo financiero y sus operaciones diarias ascienden a sumas cuantiosas.

Otro punto importante para analizar es la intervención estatal, debido a los últimos hechos ocurridos como son las continuas quiebras de las instituciones financieras; y los efectos provocados por éstas en la economía, alertó a la ciencia económica a profundizar en el tema, discutiendo los medios más oportunos y eficientes para prevenir la crisis.

Con estas vivencias, los académicos han considerado que existe la necesidad de señalar con más objetividad el papel de los mecanismos de control y regulación en un mercado financiero que por sus características

deben ser monitoreados por instituciones públicas, inclusive con el propósito de alcanzar mayores niveles de eficiencia.

Por esta razón, el control regulatorio es deseable en la medida que promueve un funcionamiento más eficiente del mercado y con ello una mejora en el desempeño general de la economía.

La regulación de los mercados financieros se justifica plenamente por cuanto es difícil para el público evaluar la calidad de los activos transados como los servicios ofrecidos por los intermediarios financieros. Por ello, para tratar de mejorar la información disponible sobre los papeles que se ofrecen, la regulación exige a las compañías emisoras hacer pública la información relevante de las empresas, al tiempo que impone requisitos de capital y profesionalismo a las firmas que prestan servicios de intermediación, dichos estándares debe requerirse cuando el cliente sea capaz de verificar la calidad de los servicios prestados. La inexistencia de estas condiciones ha conducido a una entrada al mercado de intermediarios de baja calidad, lo que disminuye la calidad promedio de los servicios y el precio del mismo; y esto a su vez provoca la salida de oferentes del más alto nivel.

Una de las causas para que los mercados de capitales de los distintos países, tengan diferentes tamaños (en términos de compañías adscritas o de volumen de transacción), según la literatura, se debe a una falta de coordinación entre los agentes de la economía<sup>49</sup>.

El problema de coordinación puede ilustrarse de manera sencilla, con un ejemplo que sigue Pagano (1993) y que puede ser adaptado a nuestra

---

<sup>49</sup> Se refiere a la clasificación de las unidades administrativas, productivas o consumidoras que participan en la economía; en Cuentas Nacionales se consideran agentes económicos a las familias, empresas, gobierno y el exterior. En el caso de las transferencias, los agentes económicos son: Empresas Públicas, Empresas Privadas, Organismos Descentralizados, Productores de Mercancías, Instituciones de Seguridad Social, Organismos Descentralizados Productores de Servicios Sociales y Comunales, Instituciones Privadas sin fines de lucro, Particulares, Estados y Municipios, y el Exterior.

realidad. La participación en el Mercado de Capitales de no intermediarios obedece a los riesgos de liquidez que enfrentan los inversionistas y estos pueden ser superados mediante la emisión de acciones u obligaciones. Sin embargo, la emisión por parte de un empresario depende de sus expectativas con respecto a lo que hagan los demás. Si espera que solo pocas personas lo sigan, entenderá que se percibe una baja demanda y un bajo volumen potencial de transportaciones; por el contrario, si espera que sean muchos los seguidores de su iniciativa, entiende que hay expectativas de alta demanda y bursatilidad por los instrumentos que se vayan a emitir.

Las empresas antes de tomar la decisión de emitir títulos – valores deben analizar diferentes aspectos. Entre estos están los que corresponden a la empresa en sí (microambiente) y lo que se refiere a factores sociales, gubernamentales, legales, internacionales y tecnológicos que pueden afectar a la organización (macroambiente).

Analizar el microambiente involucra una evaluación de la estructura competitiva de la empresa, sus mayores rivales, su etapa de desarrollo; así como las políticas, estrategias y procesos, etc. Estudiar el macroambiente requiere evaluar: el ambiente económico (tasa de crecimiento de la economía, tasas de interés, el tipo de cambio y las tasas de inflación), el ambiente tecnológico, el ambiente político y legal (crisis políticas, relaciones con el gobierno, leyes existentes y cambios de las mismas, regulaciones gubernamentales, control de precios, estímulos fiscales, sucesión de poderes, planes oficiales de desarrollo) y el ambiente social (preferencias del consumidor, conciencia hacia el bienestar personal, hábitos, costumbres y cultura).

Con todo este análisis el empresario podrá tomar la decisión de emitir o no títulos – valores, de acuerdo a las expectativas tanto internas como externas de la empresa. El ambiente de nuestro país, ha provocado que

los inversionistas no sientan la suficiente confianza como para emitir papeles y negociarlos en la Bolsa de Valores; es decir, las expectativas del Mercado de Capitales Ecuatoriano son bajas, lo cual produce que pocas empresas quieran emitir títulos. Por lo que hay un mal equilibrio de un número de empresas inscritas debido a la falta de organización.

En términos muy esquemáticos se puede decir que la política monetaria la define la Junta Monetaria, se implementa a través del Banco Central del Ecuador y la Superintendencia de Bancos controla el funcionamiento de los instrumentos financieros, mientras que la Superintendencia de Compañías y el Consejo Nacional de Valores controla el funcionamiento de los participantes y de las operaciones del ámbito del mercado.

Resumiendo las actividades que realizan éstas entidades de control podemos decir que, el papel del Estado en el desarrollo del Mercado de Capitales se puede presentar por dos características, uno pasivo y el otro activo. En primer lugar, como regulador (rol pasivo), no ha evitado las fallas del mercado con un potencial altamente dañino incluso a la economía como un todo. En segundo lugar, como agente no ha sido capaz de solucionar fallas de coordinación (rol activo) que ha apretado al mercado en un mal equilibrio de bajo tamaño, iliquidez y elevados costos de intermediación. Por su puesto, por sí solo, los malos equilibrios tienden a perturbarse. Además, debe quedar claro que como objetivo de política han sido manejados en conjunto.

Otro aspecto, es la falta de cultura bursátil con lo referente a la inversión y el ahorro. Un gran porcentaje del público general no entiende su funcionamiento. Por lo tanto, la alternativa de ahorro o inversión de los particulares siguen siendo los instrumentos de renta fija que emiten las diferentes instituciones del sector financiero, dejando de lado o relegados a un segundo plano la gama de alternativas que ofrece el Mercado de Capitales.

En este punto, cabe señalar, que es el propio Mercado de Valores el que no ofrece una amplia variedad de instrumentos, así como, las facilidades para atraer a los inversionistas y ahorristas, ya que junto a lo antes anotado, el Mercado de Capitales está reducido a 86<sup>50</sup> compañías inscritas en bolsa para ser negociadas sus acciones, la Superintendencia reportó un total de 28.641 compañías autorizadas, lo cual refleja que sólo el 0.30% del total de las compañías son registradas en bolsa. Es evidente, que no todas las compañías creadas querrían o deberían cotizarse en bolsa, debido a que, no sería fuerte de su estrategia aunque algunas no cumplirían con los requisitos exigidos. Es así que, este hecho nos muestra claramente como el sector empresarial no ve en la Bolsa de Valores una fuente de financiamiento, porque han limitado la oferta de documentos que las bolsas pueden ofertar y a su vez el desarrollo que éstas presentan. Una de las características, que todavía lastimosamente persiste, es la pequeña participación de los documentos de renta variable como las acciones en el volumen negociado. Para el 2005, los valores de renta variable representaron el 2,7% (\$65,3 millones), y los de renta fija el 97,3% restante (\$2.362,4 millones), lo cual evidencia la poca apertura del capital de las empresas en el país.<sup>51</sup>

Se podría plantear que las operaciones en bolsa han contribuido en un monto marginal a incrementar el capital de la industria nacional y que su aporte en la canalización del ahorro hacia la inversión real ha sido mínimo.

Un aspecto esencial que caracteriza al mercado doméstico es que en centros financieros de mayor desarrollo, sus mercados tienen distintos comportamientos motivados por la especulación, como es de suponer por la naturaleza de un mercado de inversión; pero, además, tiene relación

---

<sup>50</sup> Referencia tomada de Anuarios Estadísticos e Informes de Labores Institucionales, Superintendencia de Compañías, 2005

<sup>51</sup> Referencia tomada de la Información diaria de la Bolsa de Valores de Quito, 2005

con un análisis del comportamiento del precio de una empresa. Uno de los elementos que determina el comportamiento de los precios de mercado es la evolución de las tasas de interés del estado financiero. Por ejemplo, si las tasas de interés especialmente de corto plazo, están altas, los volúmenes de operaciones de la bolsa generalmente decaen, así como, el precio de las acciones. Además de estos comportamientos, están las fluctuaciones de los precios de las acciones en los mercados internacionales. Si un mercado tiene una subida en el índice de precios, los inversionistas internacionales movilizan sus recursos hacia ese mercado junto para ello, liquidar o ganar en sus posiciones en acciones u otros títulos en el mercado origen. Esta acción aumentará el volumen de oferta de valores en los mercados y la demanda permanecerá constante, por ende, el precio de estos disminuirá. Por otro lado, en el mercado de destino, el aumento en la demanda por los valores de este mercado que permanecen constante, en el corto plazo, una cantidad fija de valores, reflejará un comportamiento alcista, esto con la subida de su precio. En teoría, es otro factor que afecta el precio de los valores en los mercados. Para que ese ejercicio financiero se verifique, debería existir una alta relación entre las Bolsas de Valores con las cuales los inversionistas mantuviesen activos financieros, para lo cual se utiliza información oportuna para invertir indistintamente según los rendimientos que se esperan de ellas.

En el Ecuador, no existe evidencia que permita establecer una relación entre las bolsas del país con otras en el exterior. Un hecho adicional es la alta dependencia de las operaciones del sector público y del sector financiero, esto lo podemos observar con un hecho que al incrementarse las operaciones de estos sectores, las operaciones de bolsa se incrementan, y sobre todo, la reducción en las operaciones del sector público han repercutido en gran reducción de estas en el mercado bursátil. Sin embargo, es preciso indicar que la negociación de valores del

sector público han venido decreciendo, así en el año 2004 se negoció un monto de \$1 731,9 millones, mientras que en el 2005 el valor disminuye a \$1 211,0 millones. Esta merma se explica por cuanto en este año ha disminuido la negociación de Bonos del Estado en \$386 millones, con respecto al año pasado, lo cual se habría dado por la desaparición del Feirep, así como por la menor demanda potencial del IESS de estos valores, a raíz de la devolución de los fondos de reserva a sus afiliados.<sup>52</sup>

Lo que nos da a entender que en el mercado bursátil no se mantiene una estructura de operaciones, con documentos del Estado que les permita mantener niveles de negociación estables, de dichos documentos en un mercado secundario, ya que las entidades del sector público como el Banco Central, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS), Corporación Financiera Nacional (CFN), mantenían un elevado nivel de negociación a fin de satisfacer los requerimientos de cada uno en el mercado primario o de primera emisión y obtener los recursos para financiar el presupuesto nacional.

Además, los grupos de poder dentro del Mercado de Valores, han limitado severamente su desarrollo, ya que transforman al sistema económico no solo en un instrumento de dominación política, sino también en una fuente de poder económico.

El caso ecuatoriano es tan especial como patético debido a que el país tiene una economía donde la banca se ha sobredimensionado a tal nivel (hoy existen 25 bancos privados)<sup>53</sup>, que su poder prácticamente ha terminado absorbiendo el mercado local de valores; ya que si revisamos los nombres de las Casas de Valores que actúan en el mercado bursátil, podemos determinar que la mayoría son brazos ejecutores de los intereses de algún banco y/o grupo financiero. Por ende, vale

---

<sup>52</sup> Análisis del Mercado de Valores Ecuatoriano, Dirección de Estudios del Mercado de Valores, 2005

<sup>53</sup> Serie de Bancos, Superintendencia de Bancos, 2005

preguntarse: ¿Qué margen de autonomía puede llegar a tener las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil en este contexto? La respuesta sería ninguno.

Otro problema es el de concentración, el cual se presenta en el sistema globalizado, ya que todo el sistema está controlado por un determinado grupo de personas. Hasta hoy, el sistema productivo y de servicios (banca privada, sector empresarial) puede ser incluso denominado familiar porque prácticamente cada banco está asociado al control de grupos de una o más familias determinadas. Anexo N° 3f

Además de este proceso de concentración, existe otro elemento asociado a las empresas vinculadas a un banco determinado. La mayor parte de los créditos de las instituciones bancarias fluyen hacia las empresas del grupo respectivo. De esta manera, además del control monopólico del crédito, surge el problema de la vulnerabilidad de los bancos frente al desempeño del grupo.

En cifras proporcionadas por la Superintendencia de Bancos sobre el destino de los créditos, encontramos que la mayor parte de los créditos durante el año 2005, son entregados al sector de los servicios, seguido por el sector del comercio; con este antecedente se puede verificar lo antes señalado. Anexo N° 3g

Por definición, a las entidades financieras o grupos de poder no les conviene la competencia del Mercado de Valores, porque les resta capacidad de crédito e influencia.<sup>54</sup>

Comúnmente, el sector empresarial ha conservado la misma estructura societaria dada en la constitución de las empresas. Según datos encontrados en la Superintendencia de Compañías; en 1.999, de las

---

<sup>54</sup> Concentración de accionistas en las 1.000 empresas más grandes del Ecuador.



26.123 empresas, el 40% son compañías anónimas, el 26% son compañías limitadas, el 3% son compañías mixtas y el 31% corresponden a compañías extranjeras. En el año 2.000, de las 26.906 empresas, el 39% son compañías anónimas, el 25% son compañías limitadas, el 4% son compañías mixtas y el 32% corresponden a compañías extranjeras. Y por último en el año 2.001, de las 28.641 empresas, el 38% son compañías anónimas, el 24% son compañías limitadas, el 4% son compañías mixtas y el 34% corresponden a compañías extranjeras.  
Anexo N° 3h

También, las empresas familiares al tener abiertas una serie de opciones para acceder al Mercado de Capitales, con las ventajas y desventajas que ello conlleva, al tenedor de esta naturaleza (inversionista en títulos – valores) se le ve como una especie de socio – amenaza debido a varias razones que serán detalladas a continuación:

- La emisión de acciones, usualmente es tomado por las grandes organizaciones para proyectos de amplitud. Las acciones son títulos – valores corporativos o de participación, pues confieren a su titular la calidad de accionista de una compañía con derechos y obligaciones. Representa la propiedad fraccional sobre los activos reales de una organización.

En el mercado ecuatoriano, la inversión en acciones y la emisión de títulos son puntos que requieren una amplia promoción, en vista de que no existe una costumbre ni la confianza suficiente por parte de los involucrados para recurrir a esta herramienta (basta con observar los papeles transados en las bolsas, por ejemplo en el 2005, apenas el 1.82% se transaron en la Bolsa de Valores de Guayaquil.

El típico problema por parte del emisor es reconocer que emitir acciones es un buen mecanismo de financiación, ya que les resulta

difícil ampliar la propiedad de la compañía de su base accionaria, extender y ceder el control de las decisiones a personas ajenas, debido a que la mayoría de las empresas ecuatorianas son familiares, hacerlo les significaría perder cierta cuota de poder. Los emisores sienten que han puesto su tiempo, dinero y han asumido riesgos; lo cual les da derecho a disfrutar de todos los beneficios de su gestión.

Por otro lado, las empresas cerradas sienten que arrojan su ventaja comparativa con las de su competencia; al descubrir públicamente su información podrían ser comparadas y también cuestionadas. Su recelo a la apertura, se debe a su cultura de confidencialidad. Abrirse significa dar un giro drástico en su forma de pensar, proyectarse hacia un nuevo estatus público donde deben atender a otros grupos de personas en el mercado, a los nuevos socios, mostrar a la luz cómo se maneja su empresa, sus estados financieros y cuán eficiente es la administración personal. Todo esto es indispensable para generar confianza en los inversionistas para que pongan sus recursos en la sociedad y esté dispuesto a correr los mismos riesgos. El mantener su tradicional estructura cerrada es más fácil y menos riesgoso.

En cambio el dilema del inversionista o ahorrista es la poca confianza y el miedo a este tipo de inversión, en donde carece de información con respecto a la obtención de dividendos y el beneficio por la valorización de las acciones en el mercado.

Dentro de las acciones, tenemos las acciones comunes y acciones preferentes, la diferencia entre ellas está básicamente en escoger la democratización del capital o guardarse el poder de voto.

Las acciones comunes u ordinarias forman parte del capital autorizado de una compañía anónima y confiere derechos idénticos para todos sus tenedores. Los tenedores de acciones comunes tienen derecho a

voto, son los propietarios de la sociedad, y por tanto, en primer lugar, poseen el control de las actividades de la empresa. El poseer control de la empresa, les otorga a la vez, el derecho de compartir el riesgo de la misma, lo cual implica, que el accionista común asumirá, en un momento dado, los resultados de la gestión empresarial, sean estos buenos o malos.

Las principales características de las acciones comunes son:<sup>55</sup>

- a. Son títulos que dan derecho a la propiedad, voto y control de la empresa,
- b. Son títulos residuales, es decir tienen la última preferencia en el pago de beneficios,
- c. La rentabilidad depende de la gestión empresarial, no se garantiza rentas fijas,
- d. Los puntos anteriores corroboran mayor riesgo (para el inversionista) en comparación con la alternativa de bonos o títulos de deuda que otorgan rentas fijas. Asimismo, el mayor riesgo implica la oportunidad de acceder a una mayor rentabilidad,
- e. Los dividendos en efectivo, que distribuyen la rentabilidad obtenida, son responsabilidad, casi siempre, de los administradores;
- f. Una emisión de acciones provoca en el emisor un traspaso de parte de la propiedad y del control de la compañía en función del porcentaje de transferencia,
- g. Los dividendos que reciben los accionistas no constituyen un escudo fiscal para la empresa, como sí lo son los intereses de las deudas (obligaciones; y,
- h. Las acciones se negocian públicamente en las Bolsas de Valores, no así en el mercado extrabursátil.

---

<sup>55</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo II. Pág. 180

La emisión de acciones preferentes es otro de los métodos de financiación corporativa útil para las empresas. Se distinguen de las comunes porque otorgan ciertos derechos especiales a sus tenedores, a quienes se les da el apelativo de accionistas pasivos.

En vista de que el financiamiento mediante acciones requiere un cambio de mentalidad para ceder la propiedad y el control de parte de la empresa, una alternativa para superar este dilema es captar recursos de estos socios pasivos, cuya característica es el no tener derecho a voto, por lo tanto, no puede participar en la dirección y acceder al control político de la sociedad. Pero existen ciertos inconvenientes tomados como desventajas, por lo que son muy poco utilizadas, estas desventajas son:<sup>56</sup>

- a. Constituyen costos más altos que el de los bonos, debido a que no son exigibles en forma restrictiva.
- b. No tienen mucho atractivo para los inversionistas, al no otorgar el derecho al voto.
- c. Debido a que los dividendos preferentes no tiene tratamiento tributario especialmente esto hace que el costo sea más alto que el de los bonos.
- d. Si las utilidades no ocurren como se presupuestó no hay opción a ajustar el dividendo fijo prepactado.
- e. Son menos flexibles que las acciones comunes.
- f. En las Bolsas de Valores, las acciones preferentes se cotizan a un precio más modesto que las acciones comunes, debido a que usualmente sus rendimientos son menores, porque el riesgo también es menor.

---

<sup>56</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo II. Pág. 186

A continuación, se presenta las principales características fundamentales de las acciones preferentes y que repercuten en su uso y son:<sup>57</sup>

- ❖ Son títulos de propiedad de la empresa emisora, en la cual sus tenedores ejercen un papel pasivo,
  - ❖ Confiere derecho al pago preferente del dividendo en relación al derecho de las acciones comunes, pero subordinado primero al pago de deudas (en caso de quiebra u omisión de la empresa, se reciben dividendos después de las deudas),
  - ❖ No dan derecho a voto; sólo en casos especiales que afecten a las acciones presentes,
  - ❖ Son títulos intermedios con una posición híbrida del tenedor, con la calidad de accionista, dueño y no dueño; y a su vez se constituye un acreedor,
  - ❖ Los dividendos al no ser pactados, la falta de pago no conlleva a insolvencia o bancarrota de la empresa. Pero cuando esto sucede, el mercado lo considera como grave.
  - ❖ Los dividendos no constituyen escudos fiscales; y,
  - ❖ No aceptan ningún activo para su liquidación.
- Emisión de obligaciones y/o bonos, constituye el segundo instrumento para la obtención de financiamiento corporativo a mediano y largo plazo<sup>58</sup>. Un bono es un pagaré que puede ser emitido por las compañías anónimas o de responsabilidad limitada. Se conocen también como debentures o títulos de crédito.

---

<sup>57</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo II. Pág. 185

<sup>58</sup> también existen obligaciones de corto plazo, sin embargo, se da más importancia a las de mediano y largo plazo porque estos conforman el concepto esencial del Mercado de Valores.

Sin que se desestime la importante función patrimonial que cumple la acción, el bono es un medio para canalizar el ahorro y acreditar inversiones, e invertir en la empresa; mediante las asambleas de tenedores. Por esto al poseedor se le considera, como una clase de socio y de ahí la calidad de título corporativo relacionado con la participación en la empresa.<sup>59</sup> Desde el punto de vista jurídico no se le otorga esa calidad, pero es discutible. A continuación se presenta las características y desventajas fundamentales del bono, como una alternativa de financiación en el Mercado de Capitales.

Las principales características de los bonos son:<sup>60</sup>

- a. No conceden la propiedad de la empresa, son títulos de deuda,
- b. Tienen vencimiento, no son perpetuos como las acciones comunes,
- c. Pagan intereses y no dividendos,
- d. Conceden el derecho al pago preferente ante las acciones,
- e. Tienen tasas de libre contratación, usualmente de renta fija.
- f. Son negociables en la Bolsa de Valores, pero están condicionadas a varios requisitos que impone la autoridad de este mercado, como la calificación de riesgo y el estudio de garantías; y,
- g. A pesar de que la característica de los bonos es de que los tenedores de los mismos no tienen voz ni voto, sin embargo pueden influir en las políticas de la empresa a través de ciertas cláusulas pactadas.

Pero existen ciertos inconvenientes que se transforman en desventajas y que se constituyen en una fuente para su poca utilización, estas desventajas desde los dos puntos de vista, son:<sup>61</sup>

---

<sup>59</sup> Representan derechos financieros.

<sup>60</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo II. Pág. 201

Desde el punto de vista del tenedor:

- ❖ Control: no tienen derecho a voto.
- ❖ Ganancia: tienen retorno fijo, por lo que a veces se pierden oportunidades.

Desde el punto de vista del emisor:

- ❖ La deuda implica una carga fija, existiendo riesgo para las empresas con ganancias fluctuantes.
- ❖ El valor de las acciones puede bajar debido al endeudamiento.
- ❖ Tienen una fecha definida.
- ❖ Existe riesgo por la posible variación de planes que motivaron a su emisión.
- ❖ Posibles cláusulas más restrictivas que las deudas de corto plazo o que la emisión de acciones comunes.
- ❖ Hay límites para la obtención de fondos por el endeudamiento a largo plazo.

Finalmente, para el inversionista, los bonos como cualquier título financiero tienen sus riesgos, aún más en mercados de los considerados como emergentes, estos se refieren a:<sup>62</sup>

- ❖ Riesgo por incumplimiento, se refiere al no pago de los valores especificados en el contrato de obligación. El inversionista debe analizar la estructura del capital para evaluar el grado de endeudamiento de la empresa y el tipo de suficiencia de ingresos operativos que posee en relación a las cargas fijas, esto le permitirá establecer el nivel de riesgo por incumplimiento que puede correr.

---

<sup>61</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo II. Pág. 203

<sup>62</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo II. Pág. 204

Como un modo de disminuir esa amenaza, en el Ecuador, el Consejo Nacional de Valores regula los montos de emisión de obligaciones en relación con las clases de garantías, ya sean generales o específicas.

- ❖ Riesgo por tasas de interés, se relaciona con la subida de tasas de interés en el mercado. Si la tasa de interés se incrementa, hay una presión sobre el precio del bono y éste baja debido a su menor competitividad. Sin embargo, hay que puntualizar, que la determinación de las tasas de interés del bono está, también, en función de la calidad del bono, del riesgo y de la protección que tenga.

El inversionista de obligaciones en el sector privado, aspira tasas de interés y rentabilidades más altas que las inversiones en el sector estatal, debido al mayor riesgo que implican. Los bonos pueden, por otra parte, negociarse con descuento y esto, además, habrá de considerarse para el cálculo de los beneficios.

Para el inversionista de bonos, lo crucial es conocer cómo se van a formar las tasas de interés en el mercado y cómo se gestará el precio de los bonos a futuro en función de ella; y,

- ❖ Riesgo por el poder adquisitivo, se origina por la incertidumbre en ambientes inflacionarios como el ecuatoriano, que desgasta la capacidad de compra del dinero cuando se prometen rendimientos fijos.
- La titularización es un mecanismo de financiamiento que consiste en transformar activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en el Mercado de Valores, para obtener liquidez en condiciones competitivas de mercado, con la consecuente reducción de los costos financieros.



Dicho de otra forma, el Proceso de Titularización, constituye en la emisión títulos – valores con el respaldo de otros valores o recursos que conforman un patrimonio autónomo<sup>63</sup> constituido; los cuales pueden ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil. Estos títulos son representativos de derecho sobre activos que ya existen o se esperan que existan como: proyectos inmobiliarios; con la finalidad de que dichos activos generen flujos futuros de ingresos.

La titularización sólo podrá realizarse mediante los mecanismos de fideicomiso mercantil o de fondos colectivos de inversión y necesariamente los valores deberán contar con la respectiva calificación de riesgo.

Durante este proceso la empresa emisora o emisor deberá presentar un prospecto de oferta pública de los valores que se van a emitir, en el cual se hará constar un detalle sobre el proyecto en el cual el inversionista colocará su dinero.

En el proceso de titularización intervienen las siguientes partes:

- a. Originador: Son las personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras, públicas o privadas; propietarias de activos que pueden ser objeto de un proceso de titularización.
- b. Agente de Manejo: Son las Administradoras de Fondos y Fideicomisos, que tengan a su cargo este tipo de procesos.
- c. Patrimonio de propósito exclusivo: Es el patrimonio totalmente independiente, que estará a cargo de las Administradoras de Fondos, y estará integrado por los activos transferidos por el originador; y posteriormente por los activos y pasivos y

---

<sup>63</sup> Constituye los bienes o activos cedidos por una o más personas individuales o colectivas (originador), con la expresa instrucción de emitir valores.

contingentes que se den durante el desarrollo del proceso de titularización.

- d. Inversionistas: Son los llamados a invertir en los títulos – valores que nacen de la titularización.

Dentro de los activos o bienes que se pueden titularizar están los siguientes:

- ❖ Títulos de deuda pública
- ❖ Títulos inscritos en el Registro de Mercado de Valores
- ❖ Cartera de Crédito
- ❖ Documento de Crédito
- ❖ Activos inmobiliarios; y,
- ❖ Rentas y flujos futuros de caja determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos.

Los valores que se deberán emitir en un proceso de titularización están:

- ❖ Valores de contenido crediticio: Son también llamados de Renta Fija, incorporan el derecho al inversionista de percibir el pago del capital y los rendimientos en los términos y condiciones señalados en el valor respectivo.
- ❖ Valores de participación: El inversionistas adquieren una alícuota o un derecho en el patrimonio de propósito exclusivo conformado por los activos. En este caso el inversionista no recibe un valor de rendimiento fijo, sino que participa en las utilidades o pérdidas que genere el negocio del contrato; y,
- ❖ Valores mixtos: Combinan los valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización.

## **CAPITULO IV**

### **EL ESCENARIO DEL JUEGO NO HA SIDO EL MEJOR. EL BAJO FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES SE DEBE A LA INESTABILIDAD ECONÓMICA, POLÍTICA Y JURÍDICA.**

#### **OBJETIVO:**

Evaluar si la inestabilidad económica y política, han incurrido de manera significativa en los montos de papeles tranzados en las dos Bolsas de Valores del país.

#### **4.6 Las variables económicas relacionadas con el Mercado de Valores han limitado su desarrollo y crecimiento**

Para que la economía de un país pueda crecer en su conjunto y asistir al proceso de creación de riqueza, es fundamental que los ahorros se canalicen hacia los sectores de máxima productividad. Tomar decisiones acertadas sobre el destino de los ahorros, bajo el lente del bienestar económico global, significa dar un conveniente uso a los recursos, con claras decisiones de dirigir éstos hacia la intensificación de la riqueza real del país; obtener ganancias que permitan aumentar los niveles de consumo de la población y crear nuevamente excedentes que habiliten otros ahorros nuevos.

Con estos antecedentes podemos decir que la Bolsa de Valores se encuentra sometida a los parámetros de la economía y reacciona en función de ellos día a día, por ello es de indispensable conocimiento para

los inversionistas y ahorristas ciertas variables fundamentales, tanto para las empresas que están en pos de financiación. Variables económicas como: el PIB, la Oferta Monetaria, la Reserva Monetaria de Libre Disponibilidad, el Déficit Fiscal, la Base Monetaria, la Inflación, la Tasa de Interés, que se vinculan con el ahorro y la inversión.

Durante muchos años en el Ecuador hemos caído en el error de olvidarnos de que uno de los problemas básicos es la insuficiencia del crecimiento y del desarrollo económico. Por ende, en el estudio del Mercado de Capitales no puede apartarse de los aspectos macroeconómicos que determinan su mayor o menor importancia dentro del contexto económico.

Los últimos gobiernos se han concentrado en resolver problemas de corto plazo y la política económica ha estado caracterizada por políticas de estabilización y de ajuste económico.

La crisis tanto de la balanza de pagos como de la deuda externa, ha impedido tener una visión de largo plazo. Empresarios e inversionistas han tenido en su mayoría una visión de muy corto plazo, sin desarrollar un esquema de lo que debería ser el Ecuador del futuro.

Las diferentes economías en el mundo, no han alcanzado el progreso económico y social, ni han aumentado el estándar de vida, tampoco han alcanzado a ser países ricos con políticas de estabilización o de corto plazo. Para dejar de ser pobres y pasar por lo menos a ser un país con un ingreso mejor, se requiere de varios elementos que tienen que ver con política, cultura, educación, tecnología entre otros; y naturalmente es necesario en lo que respecta al tema bursátil.

A continuación se delinea en forma breve y resumida lo que hasta el momento constituye el pensamiento más relevante de la teoría

económica, sustentada en los diversos indicadores financieros que determinan el comportamiento del mercado.<sup>64</sup>

El Producto Interno Bruto (PIB) es la producción de un país en el interior de este. Representa el tamaño de la economía en términos de producción. También, es equivalente con la riqueza que se genera en un período específico, usualmente anual.

El PIB, da la idea de la magnitud de la economía que se reporta en términos de dólares, situación que sirve para hacer comparaciones a nivel internacional y evitar la distorsión que produce la inflación; es decir, es una primera introspección para la inversión y el ahorro.

El nivel de crecimiento y desarrollo de un país dado a través del PIB, es el indicador clave de la situación de la economía y de los países denominados en vías de desarrollo.

La Oferta Monetaria es el dinero que circula en la economía y que se multiplica por efecto del manejo en el sistema bancario, para transformarse en la totalidad del dinero a disposición de los agentes económicos, es decir la sumatoria: de billetes, monedas y depósitos bancarios.

Cuando hay un alto crecimiento de Oferta Monetaria, exceso que se mide en relación a los bienes de la economía (PIB), se produce un aumento posterior de precios de los bienes. La inflación, es una consecuencia de la demasía de dinero en la economía en concordancia con el aumento de la demanda de dinero. La reacción del Mercado de Valores se traduce en la caída de los precios de los diferentes títulos – valor y por ende su poca utilización en persistencia de este escenario.

---

<sup>64</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo II. Pág. 276 – 284.

Además, es importante para una nación, mantener una adecuada Reserva Monetaria de Libre Disponibilidad (RILD), cabe recordar que antes de adoptar la dolarización de la economía ecuatoriana (enero del 2000), el concepto que se manejaba era el de Reserva Monetaria Internacional, el mismo que significaba el saldo entre activos y pasivos externos bajo control de las autoridades económicas del país; sus componentes eran el oro monetario, los derechos especiales de giro (DEG), la posición y uso de la reserva en el Fondo Monetario Internacional, los activos en divisas y otros títulos de crédito.

En la actualidad los componentes que intervienen dentro de la Reserva Monetaria de Libre Disponibilidad son:

1. Posición neta en divisas:
  - Caja en divisas. Disponibilidades inmediatas en numerario en la caja del BCE y las remesas en tránsito en el país.
  - Depósitos netos en bancos e instituciones financieras del exterior. Depósitos a la vista o a un plazo corto de hasta 90 días.
  - Inversiones en el exterior, inversiones en centros financieros internacionales en depósitos a plazo fijo y títulos de renta fija.
2. Oro: Registra las tenencias en oro que mantiene el BCE en el exterior, ya sea para su custodia o como depósitos a plazo sobre los cuales se recibe un interés. El oro está valorado a precios de mercado.
3. Derechos Especiales de Giro (DEGs). Registra las tenencias en Derechos Especiales de Giro emitidos por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y asignadas al Ecuador como país miembro. Los derechos especiales de giro constituyen la unidad de cuenta del FMI.
4. Posición de Reserva en el Fondo Monetario Internacional. Corresponde a los aportes en oro, moneda extranjera y unidades de cuenta, que en representación del Estado realiza el BCE en el FMI, menos las obligaciones de corto plazo con dicho organismo.

5. Posición con ALADI<sup>65</sup>. Registra la posición neta de las operaciones comerciales que realiza el país a través de convenios de crédito recíproco. El saldo negativo implica que el país ha realizado, bajo estos mecanismos, mayores importaciones que exportaciones con los países miembros de ALADI.

A parte de los componentes del RILD, la fuente más idónea y recomendable para su acumulación son las exportaciones, fomentando por ende a la economía y al mercado bursátil como contrapartida.

La segunda opción, es crucial en un país con escaso ahorro interno. La inversión foránea precisa de facilidades de acceso y ausencia de obstáculos.

Por último, el endeudamiento externo, es bienvenido si mediante él se financian las obras de desarrollo y las actividades que permiten gestar la producción, para impulsar las exportaciones. La deuda externa, conceptualmente, no es una desgracia, lo cuestionable es el destino que se da a esos recursos. Si ellos se emplean deficientemente, o tapan otras deudas, entonces en ese momento se convierte en deuda externa.

Otra opción que aporta y es ideal, es un destacado ahorro interno. Lamentablemente en los países en vías de desarrollo como el nuestro, es muy poco aprovechada.

Todo esto produce que se pongan en práctica estrategias que aumenten el RILD, fundamentalmente vía aumento de la producción para el incremento del volumen de exportaciones, la apertura a la inversión

---

<sup>65</sup> Acuerdo Latinoamericano de Integración Económica, su objetivo es promover el desarrollo económico-social, armónico y equilibrado de la región. Además, debe incentivar y regular el comercio recíproco, la complementación económica y el desarrollo de las acciones de cooperación económica que coadyuven a la ampliación de los mercados. Este acuerdo fue firmado por los gobiernos de las Repúblicas de Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador, Estados Unidos México, Paraguay, Perú, Uruguay, Venezuela y Cuba.

extranjera, el uso productivo del endeudamiento, el incremento del ahorro interno, por ende produciría un fortalecimiento del Mercado Bursátil, pero, en nuestro país es muy difícil que esto ocurra.

En este punto nos referimos, a uno de los males de los países en vías de desarrollo, que estimulados por su cultura de gastar más de lo que ingresa, ha motivado por años los perdurables déficits.

El déficit fiscal exhorta a los mercados bursátiles a:

- Emitir bonos del estado para financiar su déficit, situación que determina el predominio del sector estatal y no del sector real de la economía, el cual (sector real) es el actor principal dentro de un Mercado de Valores desarrollado.
- Seguir fomentando el paternalismo estatal, lo que se refleja en la protección a determinados sectores que deberían ser actores dentro del mercado y no usufructuarios de la cosa pública.
- En ocasiones se optaría por la incautación de divisas y valores, situación que abocaría a los inversionista a la no presencia en mercados poco desarrollados y débiles.

Otro indicador macroeconómico importante es la base monetaria, se la conoce también como dinero primario o dinero de alto poder la cual es la suma del efectivo en manos del público (billetes y monedas fuera de los bancos), el efectivo en poder de los bancos y los depósitos de la banca privada.

Los depósitos que han recibido los bancos, y que no han prestado, se llaman reservas. Algunas se encuentran en las cajas fuertes de las sucursales bancarias, pero la mayoría se encuentran en el banco central.

Analicemos ahora algunas operaciones que amplían la base monetaria y su efecto sobre el balance del Banco Central.



- Las exportaciones provocan entrada de dinero y el aumento en las reservas del Banco Central. Por tanto, si hay saldo positivo en el comercio exterior porque las exportaciones superan a las importaciones, las reservas se incrementan provocando un aumento en igual cuantía en el circulante o en los depósitos de la banca privada.
- Si el Banco Central adquiere títulos de deuda pública, lo que recibe el nombre de operaciones de mercado abierto<sup>66</sup>, aumentará simultáneamente el activo en la cuenta de crédito sobre el sector público y por el mismo importe alguna de las partidas del pasivo según la forma de pago que se haya adoptado.
- El aumento del crédito a la banca privada, por ejemplo, mediante subasta de Certificados de Depósito, también aumentará simultáneamente cuentas de activo y pasivo.

A partir de lo antes señalado, podemos comprender cómo se producen las operaciones inversas, las operaciones que contraen la base monetaria: saldos negativos en el comercio exterior, venta de títulos en operaciones de mercado abierto y disminuciones en el crédito a la banca privada.

Conviene tener presente que los superávits o déficits del comercio exterior son consecuencia de decisiones externas al Banco Central, mientras que las otras, las operaciones de mercado abierto y la regulación del crédito a la banca privada, son decisiones internas adoptadas directamente por la autoridad monetaria.

Los indicadores macroeconómicos como: la inflación, la tasa de interés son parámetros analizados en conjunto a continuación.<sup>67</sup>

---

<sup>66</sup> Consisten en la compra o venta de fondos públicos por parte del Banco Central, que dota de liquidez al sistema financiero o lo retira según las necesidades de la economía

<sup>67</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo II. Pág. 347 - 358.

La remuneración ofrecida por las tasas de interés, ya sea al contado o a plazo, está conectada con la inflación y la liquidez de la economía. Una economía débil y volátil, desestabiliza el precio de los valores, provocando expectativas negativas para los usuarios del mercado bursátil.

Por lo tanto, su impacto, en definitiva, puede acarrear peligros. El cual se da cuando los inversionistas fugan sus capitales a plazas que ofrezcan mayor estabilidad económica para sus inversiones.

Procederemos a explicar sus repercusiones al Mercado de Valores:

- La tasa de interés, como cualquier precio de la economía, responde a la disponibilidad de la oferta de dinero. Cuando hay liquidez el precio de los títulos – valor bajan y suben en casos de iliquidez.
- Una tasa de interés pequeña desestimula la inversión en el mercado de valores. Es por esta razón, que es necesario subir las tasa de rentabilidad de los diferentes títulos – valor y estimular este tipo de inversión.
- Los Mercados de Capitales, con la finalidad de atraer ahorros, suben las tasas de rentabilidad de los títulos – valor, lo cual por la relación causa – efecto del mercado, reducen el precio y por ende desestimulan su uso.

Es necesario recalcar que las tasas de interés altas se vuelven rivales con las tasas de rentabilidad ofrecidas por el Mercado de Capitales (cuando las tasas de interés suben, baja la demanda por acciones), y la alternativa crucial para rearmar la economía, es motivar las inversiones para este mercado de desarrollo.

Otro punto importante es el pobre desempeño del mercado desde el punto de vista de la inversión real, el cual se encuentra en niveles extremadamente bajos, por ello cae la producción y el ingreso real, lo que produce el desempleo en la población. Mientras la población crece y con

ello también aumentan sus demandas. Tal tendencia no ha podido ser modificada, ni siquiera por la puesta en práctica del proceso de modernización de la Ley de Mercado de Valores, pues en el Ecuador no ha merecido la confianza de amplios sectores de la economía, ni de sus dirigentes políticos; quienes, a más de dudar acerca de lo duraderos que puedan ser los beneficios de tal proceso, también miran con recelo experiencias ocurridas en el pasado. El poco estímulo a la inversión real será, sin duda, la causa de los problemas de corto plazo de la economía ecuatoriana.

La descripción del problema ecuatoriano se da por:

- Manifestaciones de la Baja Bursatilidad
  - a. Un porcentaje modesto del ingreso disponible cada año, se destina al ahorro interno reciclado en el país.
  - b. Tasas de interés real pasiva anual negativa e inferior, cosa que sucede con la tasa de interés activa pero con la única diferencia de que es positiva.
  - c. El ahorro, a través de la compra de acciones es relativamente bajo comparado al total de las transacciones en las Bolsas de Valores, cambiando substancialmente el comportamiento tradicional.
  - d. Bajos niveles de ahorro externo canalizado al país, pues son mínimos los porcentajes de inversión que pertenece a inversionistas extranjeros.
  
- Causas que identifican el problema:
  - a. El inadecuado marco legal que rige los Mercados Financieros y la poca utilización del de valores, dificultan el desenvolvimiento de los agentes económicos. Se aduce además que el marco actual da lugar a que las empresas mantengan una estructura de capital familiar cerrada.

- b. La falta de competencia en el Mercado Financiero y de Capitales impide la movilización de los recursos y un desarrollo más activo del mercado de acciones.
  - c. Insuficiente capitalización de las entidades financieras privadas.
  - d. Las distorsiones provocadas por el proceso inflacionario, en la captación y colocación de los recursos sobre todo de mediano y largo plazo.
  - e. Distorsiones causadas por los déficits fiscales.
  - f. Dependencia de los sectores productivos con el Estado, debido a mecanismos de protección, reducción del riesgo, con esto solo se logra un incentivo a la ineficiencia.
- Consecuencias:
- a. Bajos niveles de inversión.
  - b. Insuficientes recursos de mediano y largo plazo para financiar las actividades productivas; y,
  - c. Escasa capacidad de los sectores productivos para generar empleo.

Con este antecedente podemos concluir lo siguiente:

- a) La aplicación de estrategias de desarrollo desequilibrado, terminan produciendo más distorsiones que aciertos. En el Ecuador se ha pasado los últimos años de estrategias dirigidas a fortalecer aparentemente sectores motores del desarrollo, como el sector agropecuario y el industrial, a intentos de consolidar el sector exportador y luego el importador. Finalmente, la tendencia ha sido favorecer fundamentalmente el sector financiero, abandonando el apoyo a los sectores productivos que son los que generan riqueza real. En la práctica, el promover los desequilibrios ha terminado perjudicando la economía global y por ende, con todas sus repercusiones en el Mercado de Capitales.

- b) El problema del Mercado de Capitales no se resolverá fácilmente en el cercano futuro a menos que la dirección de la política de desarrollo, se modifique drásticamente, y pase a privilegiar el fomento de la inversión real, la producción, el empleo y la redistribución del ingreso nacional.
- c) El alejarse de una política económica que se sustente en la austeridad ha sido casi una norma de comportamiento en el Ecuador. Tal actitud, perjudica, a la consecución de los equilibrios macroeconómicos. Pero, más aún, afecta a un joven mercado, pues dichos desequilibrios siempre significan un Mercado de Valores débil y poco desarrollado.

**4.7 Detalle que ha escaseado para el normal desempeño del Mercado de Valores es la política que ha influenciado negativamente en este, a tal punto de causarle débil y poco desarrollo.**

Debido a las dificultades para generalizar sobre la experiencia separada con la política ecuatoriana<sup>68</sup>, es necesario examinar el caso doméstico tan inexplicable. El Ecuador es uno de los países considerado como el primero de muchos en volver al gobierno democrático, ha gozado de ventajas comparativas: no fue previamente desmembrado por divisiones ideológicas o políticas, las reservas y exportaciones de petróleo del país suministraron un cojín económico; lo cual indica que no se ha presentado un obstáculo para que exista un gobierno efectivo. Pero hoy es catalogado como el país más inseguro en América Latina para la inversión extranjera. Todos los días la prensa ecuatoriana recoge información sobre un gobierno arduo, inestable y conflictivo. Lo que provoca que importantes encuestas muestren que sólo un pequeño porcentaje de la población tiene confianza en la democracia del país. Las

---

<sup>68</sup> Colbuin Forrest, *Cuaderno de Economía INCAE*, Quito: Progresesec, 1994. Pág. 6 – 13

elites económico – políticas son conscientes del comparativamente pobre desempeño del país.

Este tema trata de explorar los obstáculos para el funcionamiento de la política y democracia del Ecuador y pretende esclarecer cómo estos obstáculos repercuten en el Mercado de Valores. Esta tarea es complicada debido a los muchos problemas que acosan al Estado y a las dificultades para establecer relaciones de causa y efecto en el mercado. Muchos de los problemas políticos del país están entrecruzados y se refuerzan mutuamente. Pero si bien los ciudadanos corrientes y las elites económicas y políticas son uniformemente pesimistas con respecto al futuro político del Ecuador, el análisis comparativo de los agentes externos sugiere que los problemas que plagan al Ecuador no podrían ser superados y por esto encasillan a nuestro país dentro de los mercados más inseguros para desarrollar sus actividades.

El argumento que se sugiere aquí, es que el problema central del Ecuador es la fragmentación política y que si bien sus raíces son “culturales” o “de conducta”, así como estructurales, es más prometedor explorar cómo las reformas de las estructuras políticas, especialmente en la competencia político – económica, podrían profundizar la actual crisis del Mercado de Capitales. La aspiración debe ser que instituciones políticas duraderas sean capaces de resistir prácticas corruptas y a tiempo para remodelar los hábitos políticos, todo esto en acorde con una política de desarrollo del Mercado de Valores que lo fortalezca y solidifique.

Para complicar aún más las cosas, las reformas, leyes, resoluciones y demás enmiendas legales llevadas a cabo al interior de la legislatura, son respuesta a incentivos partidistas, políticos y económicos personalizados. Por lo cual, en vez de ser logros que apunten a un bienestar y desarrollo común, son ilusiones y plataformas de incentivo para seguir participando en política debido a sus costos y oportunidades, las cuales crean marcos

regulatorios poco claros y carentes de incentivos y estímulos, caso concreto la Ley de Mercado de Valores y su Reglamento (a pesar de la reforma realizada en 1998, no se ha conseguido apalear de forma total la debilidad y poca utilización del mercado).

Pero a pesar de existir una democracia presidencial, el Congreso Nacional tiene un poder significativo. No sólo pasa la legislación que está inclinada a iniciar, sino que también tiene derecho de procesar al Presidente, lo cual lo ha hecho varias veces. Pero debido a su constante fragmentación, la política ecuatoriana pocas veces ha tenido la habilidad de canalizar o recanalizar las nuevas iniciativas legales que se ha querido dar en materia bursátil, lo que da como resultado hundir aún más la posición del mercado en el contexto internacional.

Por otra parte, las culturas políticas son muy difíciles de definir y medir, y aún más complicado de alterar de manera deliberada. En cambio las estructuras del mercado si se pueden identificar y alterar. Como lo hablamos anteriormente las reglas del Mercado de Valores fueron redactadas por primera vez en 1993 por un pequeño grupo de actores políticos del Ecuador en un momento histórico único. Alterar la constitución es siempre difícil y peligroso pero es útil pensar en cómo, dado los recursos y la voluntad necesaria, las reglas del Mercado de Valores Ecuatoriano podrían alterarse para reducir la fragmentación y el conflicto, e inspirar un mayor desarrollo.

Además otro punto son las inconsistencias y contradicciones políticas que limitan la expansión del mercado. Como ejemplo ilustrativo podemos señalar cuando: en el año de 1998 junto a la aprobación en el Congreso Nacional de la nueva Ley de Regulación del Mercado de Valores, el Presidente Interino Abg. Fabián Alarcón anunció un paquete de medidas económicas para enfrentar los requerimientos del Fondo Monetario Internacional, una situación incompatible y contraproducente que creó por

un lado expectativas alentadoras, pero por el otro estanca y lesiona la imagen creada alrededor del nuevo cuerpo legal. Por lo cual, la repercusión política y económica de esa crisis fue sumamente alta. El gobierno perdió respaldo y legitimidad política entre los diferentes sectores de la sociedad ecuatoriana y de la ciudadanía en general, resultando un punto negativo que hasta la actualidad persiste, especialmente para los inversionistas y ahorristas nacionales e internacionales, ya que desde el inicio se traba la expansión del mercado.

En este punto de análisis aparecen cinco trabas potenciales fácilmente identificables que ayudan a entorpecer el normal desempeño del mercado bursátil en el Ecuador<sup>69</sup>:

#### 1. Prácticas electorales continuas

Contribuye a la inestabilidad y aun menor paralelismo de la política de inversión / ahorro. Con períodos cortos entre procesos electorales se tiene el peligro de enfrentar a un sistema político – económico diferente y usualmente menos colaborador, que se reflejaría en la falta de dirección y en incertidumbres para conducir la economía nacional a largo plazo. Lo cual por ende causa inestabilidad en el mercado.

#### 2. Innumerables mecanismos institucionales de aprobación de leyes

Las prácticas existentes para aprobar leyes parecen ser demasiado engorrosas, lo cual produce la postergación, los tratos por debajo de la mesa, la compra de votos y por ende la parálisis política. Lo cual no es bien visto y causa aversión a los inversionistas y jugadores bursátiles.

---

<sup>69</sup> Colbuin Forrest, *Cuaderno de Economía INCAE*, Quito: Progresesec, 1994. Pág. 11 – 13. Resumen.



### 3. Presencia de un clima político desafiante

Las reglas de juego pueden o sacan lo mejor de los individuos, grupo de presión, partidos políticos y aún público, o pueden fomentar lo peor, el comportamiento más hostil, lo que crea prevención a la inversión.

### 4. Cambios y abandonos partidistas y clasistas

El hecho de abandonar el propio partido después de ser elegido en base a la identificación con ese partido político constituye una traición no sólo al partido político sino a todos los que pretenden representar en la sociedad civil. Con esta práctica se incurre a la compra de votos, tratar de obtener mejoras en sus carreras políticas y además obtener favores individuales que en varias ocasiones han entorpecido el normal desenvolvimiento de la política y economía en nuestro país, que repercute directamente en el mercado bursátil, debido a la falta de consistencia político – jurídica requerida por este.

### 5. Aparato jurídico politizado

Dada la fragmentación de la legislatura, el nombramiento de los representantes de la justicia ha sido objeto de acelerados debates; los que han sido nombrados han defendido celosamente posiciones personalizadas, a veces obstaculizando y entorpeciendo el normal desarrollo, autonomía y transparencia que la justicia debe demostrar a la colectividad y por ende a los diversos agentes económicos.

Estas cinco trabas propuestas pretenden dar respuesta a algunos problemas experimentados y apremiantes en el Ecuador. Sin embargo, esta lista no es absoluta. Ciertamente, se necesitarían reformas para mejorarla. Por lo menos en el corto plazo, los actores no cambiarán. Pero un campo político distinto, con diferentes reglas de participación, podrían

provocar un mejor Mercado de Valores para los ecuatorianos y extranjeros.

Pero, la interrogante es determinar cuál puede ser el efecto de un determinado evento que afecte o influya en la estabilidad política de un país, y más difícil aún cuantificarlo en términos numéricos y financieros. Eventos tales como: golpes de estado, cambios de liderazgo, elecciones, revoluciones, asesinatos y otros elementos políticos menos dramáticos; pueden influir en el comportamiento y estabilidad de un mercado financiero, por lo cual es necesario un nivel bastante alto de conocimiento e información sobre dicho mercado y sus tendencias.

Comúnmente es difícil anticipar reacciones por parte del inversionista. Por ejemplo, en el Ecuador debido a la incertidumbre que provocan las elecciones, el Mercado de Valores ha sufrido en varias ocasiones un descenso en el precio de las acciones, aunque posteriormente ha tratado de volver a la normalidad.

La pregunta clave que puede darnos parámetros para anticipar una reacción es sí el evento político puede conducir a cambios significativos en las políticas económicas (cerca o lejos de una reforma económica necesaria), o hacia períodos prolongados de incertidumbre en el mercado.

En un país como el nuestro todavía el Estado juega un papel muy importante sobre todas las áreas económicas. Esto nos lleva a que exista el riesgo de que el gobierno intervenga en los mercados, a través de controles, e impida el normal juego entre la oferta y la demanda. Este riesgo proviene de un ambiente político que puede llevar a una desfavorable o inadecuada situación regulatoria, inestabilidad política, expropiación o confiscación de activos, racionalización o situaciones que no permitan repatriaciones de capital, utilidades, intereses o dividendos fuera del país.

#### **4.8 El marco institucional relacionado con el Mercado de Valores ha limitado el desarrollo y expansión del Mercado Bursátil Ecuatoriano.**

Prácticamente el origen moderno del Mercado de Valores Ecuatoriano, se remonta al Código de Comercio (Título II de las bolsas de Comercio y de los Agentes) y en la Ley N° 111 de marzo de 1969, que fue la primera Ley que de manera orgánica reguló el mercado bursátil nacional, derivada de las necesidades de establecer un mecanismo para el desarrollo productivo mediante la transacción de títulos, así como también del establecimiento de Bolsas de Valores como compañías anónimas. Ello no implica que anteriormente a la expedición de la mencionada ley, no hubiera existido antecedentes de un Mercado de Valores ya establecido.

La Ley N° 111 y el Código de Comercio establecieron para el Ecuador la denominada Ley de Mercado de Valores, la cual constituye una iniciativa válida y a tiempo en el caso ecuatoriano. Aunque las leyes por si mismas no hacen un mercado, era muy importante establecer claramente un cuerpo legal de las instituciones, instrumentos y mecanismos en el que se apoye el desarrollo de un mercado organizado, moderno y tecnificado de valores a fin de que produzcan buenos resultados, para impulsar eficientemente a las empresas y a la economía del país, esto se pudo lograr a través de la promulgación de la Ley N° 31 del 28 de mayo de 1993.

Como lo anotamos en el Capítulo II, con respecto a la Ley de Mercado de Valores, el objetivo de la Ley N° 31, es promover la canalización del ahorro interno y externo hacia la inversión productiva, por medio de un Mercado de Valores integrado, organizado, eficiente y transparente. Mediante esta Ley se trata de proveer el marco legal para la creación de nuevas sociedades de capital abierto, la constitución de compañías que desarrollen una gama de actividades del área bursátil, específicamente el

establecimiento de bolsas como foros dedicados particularmente a prestar servicios a sus miembros (las casas de valores) y al mercado en general; y, auspicia la conformación de instituciones dedicadas a manejar recursos de inversión de riesgo.<sup>70</sup>

Establece además, determinadas normas para otras figuras modernas del Mercado de Valores, como son: los fondos de inversión, los fideicomisos, las administradoras de fondos, los depósitos centralizados de valores y las calificaciones de riesgo, entre otras.

Todo este escenario, se perfeccionaría si las políticas monetarias, fiscales y tributarias cambiaran y lograrán estimular la conducta del inversionista, empresario y del país en general.

La expedición de la Ley de Mercado de Valores es uno de los pasos que ha dado el Ecuador, para tratar de insertarse dentro del nuevo proceso de internacionalización de la economía y conseguir la atracción de la inversión extranjera; los cuales son factores exógenos que ayudaron a dar este significativo paso.

En definitiva, los aportes y beneficios que ha pretendido dar la Ley, son una mejor utilización de los instrumentos financieros en el Mercado de Valores, para tratar de permitir una mejor canalización del ahorro, lo que debería fortalecer el sector productivo, con la consiguiente generalización de empleos y del incremento de la producción de bienes y servicios.

A parte de los aspectos que consideramos que dan un beneficio sustancial al Mercado de Valores, existen varios puntos negativos que parecen no estar claros, lo cual produce que éste mercado se convierta en incipiente y cause problemas. Para lograr este fin se divide en dos categorías a un breve análisis del Mercado de Valores:

---

<sup>70</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo I. Pág. 69.

Los considerados aspectos positivos de la Ley:

- La creación del Consejo Nacional de Valores, como responsable del desarrollo institucional del Mercado de Valores y del establecimiento de regulaciones generales, encaminadas a una intermediación transparente, efectiva y equitativa de valores.
- La inclusión de nuevos instrumentos financieros privados que, para efectos de esta Ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos esencialmente económicos, negociables en el mercado, incluyendo contratos de negociación a futuro, operaciones de compra – venta, obligaciones, bonos, cédulas y otros documentos que determine el Consejo Nacional de Valores. Dejando de esta manera, abierta la posibilidad de incluir nuevos instrumentos financieros apegados al concepto título – valor.
- El perfeccionamiento de la oferta pública, es decir la propuesta para la negociación de valores, dirigida al público en general, o sectores específicos de éste, con el propósito de obtener la adquisición o enajenación de dichos valores en el mercado. Previo a la realización de una oferta pública, el emisor debe cumplir con varios requisitos:<sup>71</sup>
  - a. Obtener la calificación de riesgo del valor del instrumento financiero, por parte de las calificadoras privadas independientes y de giro exclusivo.
  - b. Poner en circulación un prospecto que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías, para que los inversionistas financieros obtengan información relevante sobre el título o valor (en cuanto a rentabilidad, riesgo y liquidez) y sobre la solvencia del emisor.
  - c. Haber inscrito los valores en el Registro del Mercado de Valores.

---

<sup>71</sup> Bolsa de valores de Quito, *La Subasta Bursátil*

- La Ley de Mercado de Valores, fortalece el papel de los inversionistas institucionales en el desarrollo del mercado, para conseguir esto se implantó las siguientes características:
  - a. El IESS podrá efectuar sus inversiones de cartera a través de la Bolsa de Valores.<sup>72</sup>
  - b. Normativa de los fondos de inversión, incluyendo resoluciones de carácter general del CNV relativa a la composición y estructura de sus activos e instrumentos financieros elegibles.
  - c. Regulación de la figura del fideicomiso, con el objeto de posibilitar el surgimiento de fiduciarios completamente independientes de las personas que los constituyen como tales, como las administradoras privadas de fondos de pensión.
  - d. Acceso a fondos gremiales de cesantía y jubilación (profesores, policías, empleados universitarios y otros) al mercado organizado de valores siempre y cuando implanten una administración profesional.
- Creación del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores que, es el servicio que presentan obligatoriamente las Bolsas de Valores, en forma individual o conjunta, y tiene por objeto la custodia, compensación, liquidación y registro de las transferencias de valores que se negocian en el mercado bursátil, surgiendo de ésta manera el tiempo de compensación de las operaciones que se realizan en bolsa y su costo de transacción.
- La creación de las Casas de Valores, para la administración de portafolios o dineros de terceros para invertirlos discrecionalmente en instrumentos del Mercado de Valores. Debido a que están controladas por la Superintendencia de Compañías y que cuentan con un personal capacitado y profesional, se logro en parte la confianza de los inversionistas.

---

<sup>72</sup> La Ley de Seguro Social Obligatorio le faculta al IESS, la realización de la inversión no privada de los recursos de sus afiliados a través de las bolsas.

- Con la creación de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil se puso énfasis en la autorregulación del Mercado de Valores por parte de sus propios agentes, lo que atrajo a importantes personalidades a sus directorios y su administración, garantizando un alto nivel profesional y ético en las transacciones de bolsa, característica que hasta la actualidad se mantiene como un punto positivo y a rescatar.

Anexo N° 4a

Pero, a pesar de los denominados aspectos positivos, los aspectos negativos de la ley han repercutido en forma profunda en el bajo desarrollo y consolidación del Mercado de Valores dentro de la economía ecuatoriana como motor de desarrollo económico y empresarial.

El marco regulatorio no tomo en cuenta la importancia del necesario desarrollo institucional, de los instrumentos financieros y de la reglamentación que se necesita para dar el impulso suficiente a un Mercado de Valores incipiente. Lo anterior se hace visible en insuficientes tipos de valores y de inversionistas institucionales, en oferta pública de valores sujeta a largos trámites e insuficiente atención al riesgo, entre otros rezagos analizados a continuación:

1. *Poca claridad en lo referente a la autorregulación de las Bolsas de Valores.*

La regulación gubernamental en la economía se creó como lo dice Hernán Toro Agudelo<sup>73</sup>, “para abrir al Estado la posibilidad de orientar la actividad privada, de manera más conforme a los intereses comunes, sin que aquélla deje de tener ese carácter”. Además, el Estado esta llamado a tutelar el correcto comportamiento de la organización social, a partir del respeto de los intereses generales, para lo cual ordena las conductas

---

<sup>73</sup> Toro Agudelo Hernán, *La intervención estatal en el banco emisor y en el ahorro privado*. Medellín: nn; 1993. Pág. 21

ciudadanas a través de un sistema jurídico del cual las normas de orden público se encargan de restringir la libre iniciativa a favor de la realización del supuesto bien común.

Con este antecedente, podemos llegar a determinar la importancia que representa la intervención del Estado en el mercado bursátil, para preservar la estabilidad del sistema, proteger al inversionista, garantizar un adecuado financiamiento, profundizar el ahorro, democratizar el capital, proteger al usuario y regular la oferta de títulos – valor.

Cualquiera que sea el sistema económico – político utilizado, el papel del Estado nunca pierde importancia como regulador y supervisor del mercado y sus diferentes intermediarios, para encausar su actividad al logro de ciertos resultados que consulten el interés general de la sociedad dentro de los propósitos que el Estado persigue. Su papel frente al funcionamiento de los mercados y el reconocimiento de las limitaciones específicas a la gestión pública para gobernar el quehacer financiero y bursátil dependerá de la concepción del gobierno de turno.

A través de los años hemos logrado observar como el Estado ha tomado un modelo donde reprime la iniciativa gerencial, controla los precios y asigna el crédito. Esta concepción de la regulación se asimila a restricciones, prohibiciones, autorizaciones estatales, etc.; dando como resultado las más profundas crisis que ha soportado el Ecuador en los últimos años. Con todo esto ha quedado demostrado cómo el Estado no puede cancelar el papel de único jugador, tomando en nombre y por cuenta de los particulares (en este caso las bolsas) las decisiones de riesgo que corresponden a éstos. Por todo ello el Mercado de Valores fracasa.

La única solución es que el Estado tome una función esencial para preservar que los postulados de la economía del mercado financiero



funcionen, sin dar espacios a pactos empresariales, a prácticas restrictivas de libre competencia, a abusos de la posición dominante; para que las bolsas libremente no se aparten de la veracidad e incurran en prácticas que pongan en peligro el ahorro – inversión de la sociedad. Todos los mercados tienen reglas para su funcionamiento y en este caso en el sector bursátil y extrabursátil esas reglas deben inspirarse en consideraciones de carácter preventivo y prudencial<sup>74</sup>

En la actualidad no se ha establecido claramente el límite entre la fuerza reguladora, que se genera en este sentido desde el Consejo Nacional de Valores, y la iniciativa de autorregulación que debe nacer de los propios participantes en el mercado, quienes viven más claramente la realidad de los hechos y circunstancias. En la práctica las condiciones de normatividad vigente no tienen aplicación alguna, ya que todas las regulaciones internas de la fuerza deben ser aprobadas por la Superintendencia de Compañías, ente inminentemente estatal.

## 2. Poco control al mercado extrabursátil

Mientras las Bolsas de Valores tienen la obligación de someter toda su reglamentación y normatividad interna a juicio y aprobación del organismo de control, con el mercado extrabursátil no sucede lo mismo, ya que las transacciones que las instituciones bancarias y financieras realizan, no esta sujeta en la realidad a la regulación y control establecidos en la Ley de Mercado de Valores, habiéndose desarrollado un amplio mercado sin información adecuada de precios, y sin la debida transparencia.

Por otro lado, la Ley de Mercado de Valores (estipulada en el reglamento para el establecimiento y calificación de las Bolsas de Valores y otros mecanismos de transacción extrabursátil METEX) autoriza la realización

---

<sup>74</sup> Martínez Neira Nelson, *Sistema Financiero*. Bogota: Biblioteca Fabela, 1994. Pág. 133 – 136.

de oferta de títulos – valor en el mercado extrabursátil, lo cual es contraproducente, ya que es una situación que desfavorece a los productores de valores que tienen que cumplir con todos los requisitos impuestos por las normas legales, para la realización de las ofertas públicas en las distintas Bolsas de Valores. Además, crea un problema de falta de información al público inversionista, debido a que no existe una institución o figura legal encargada de consolidar la información de las diferentes subastas que se realizan en el mercado extrabursátil.

En definitiva, el mercado extrabursátil se desenvuelve con menores reglas y controles que la bursátil, genera mayores riesgos, menores costos de negociación, y en muchos casos, se convierte en competencia para el mercado bursátil, transformándose así este tipo de mercado en informal y desleal.

### 3. Requisitos para la emisión de obligaciones

Las obligaciones constituyen un tipo de financiamiento a largo plazo diferente a un crédito en una institución financiera; son valores emitidos por las compañías anónimas y de responsabilidad limitada (financieras y no financieras) que conocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

Este instrumento se usa en forma más activa a partir de la expedición de la Ley de Mercado de Valores de 1993, la cual regula la emisión de obligaciones y a través de la Superintendencia se controla los procesos de emisión. En el año 2005, la emisión de obligaciones por parte del sector real de la economía fue del 82.35%, de los cuales la mayoría de las empresas realizaban la emisión para la reestructuración de pasivos y financiación del capital de trabajo. En el caso de las instituciones financieras la emisión igualmente era objeto de reestructuración de pasivos de corto y mediano plazo. Anexo N° 4b

El asunto es que se acuerda el pago de una tasa de interés de un periodo determinado. Hay obligaciones convertibles que al final del plazo tienen la opción de constituirse en acciones de la empresa, situación no muy frecuente en el país ya que en 2005 solo Produbanco tenía este tipo de opción; igualmente hasta febrero del 2006, la empresa Agrotropical es la única que presenta la opción de convertir sus obligaciones en acciones.

Anexo N° 4b

Todas las empresas que deseen emitir obligaciones deben tener una calificación de riesgo para comprobar la solidez de los estados financieros y controlar que los flujos de caja puedan cubrir la emisión durante el plazo previsto de la compañía.

La calificación se realiza mediante escenarios que ubican a la economía en una situación optimista, pesimista o normal. La calificación más alta es la triple A y se da a empresas cuyo papel tiene un riesgo mínimo.

Los requisitos que se deben cumplir para la emisión de obligaciones encarecen su costo y le restan competitividad frente a otros instrumentos de financiamiento o simplemente solicitan créditos a los bancos, pero se puede pensar que la razón principal para la no utilización de este instrumento financiero es la falta de conocimiento de las personas sobre los beneficios de la emisión frente al crédito corporativo y específicamente en nuestro país es que todavía las empresas mantienen un esquema familiar que no les permite abrir sus capitales.

Varios análisis determinan que antes de emitir obligaciones, es importante emitir acciones para democratizar el capital y facilitar el proceso. Las acciones preferentes amplían el capital y por consiguiente el patrimonio de una empresa, esto permite tener la opción para hacer mayores préstamos, mejores calificaciones, etc.

Además, se piensa que la emisión es una estrategia que tienen los bancos para bajar sus costos y obtener recursos por la colocación e incluso por la organización de la emisión de las empresas a través de sus Casas de Valores.

En fin, los requisitos exigidos y sus costos limitan su utilización, para lo cual, los enumeramos y cuantificamos:

Para una emisión de obligaciones se requiere sustentar los siguientes costos:

- Decisión de la Junta General de Accionistas
- Contratación de la asesoría de una Casa de Valores.
- Contratación de la calificación de riesgo.
- Representante de los obligacionistas.
- Agente pagador
- Inscripción en el Registro de Mercado de Valores
- Otros: Publicidad, impresión, gastos notariales, etc.

Para citar los costos de la emisión de obligaciones, lo representaremos mediante dos ejemplos, presentados a continuación:

El primer ejemplo será de una emisión por parte de las Industrias Ales a un plazo de 1440 días, en la Bolsa de Valores de Quito.

- Decisión de la Junta General de Accionistas
- Contratación de la asesoría de una Casa de Valores (14.87% )
- Contratación de la calificación de riesgo (19.62%)
- Representante de los obligacionistas (9.29%)
- Agente pagador (18.58%)
- Inscripción en el Registro de Mercado de Valores (9.29%)
- Otros (28.35%)

El costo total de la emisión por parte de las Industrias Ales fue por 53.817,00 dólares. Anexo N° 4c

El segundo ejemplo corresponde a una emisión por parte de Argos a un plazo de 1025 días, en la Bolsa de Valores de Guayaquil.

- Decisión de la Junta General de Accionistas
- Contratación de la asesoría de una Casa de Valores (30.39% )
- Contratación de la calificación de riesgo (13.37%)
- Representante de los obligacionistas (7.29%)
- Agente pagador (11.51%)
- Inscripción en el Registro de Mercado de Valores (2.71%)
- Otros (34.73%)

El costo total de la emisión por parte de Electrocables fue por 55.284,84 dólares. Anexo N° 4c

Al analizar cada uno de los ejemplos sobre el monto de emisión, podemos observar que en una emisión de \$5.000.000 por parte de las Industrias Ales, su costo de emisión fue de \$53.817,00, lo que corresponde al 1.08%. Mientras que en la emisión realizada por Argos por \$3.000.000, su costo de emisión fue de \$55.284,84, lo que corresponde a un 1.84%.<sup>75</sup>

De acuerdo a los datos citados se puede confirmar que mientras mayor sea el monto, el impacto de los costos de emisión será menor para las empresas que realicen un proceso de emisión de obligaciones.

Procedimiento de emisión de obligaciones en la Superintendencia de Compañías:

---

<sup>75</sup> Intendencia del Mercado de Valores, *Estudio de Costos de Emisión de Obligaciones, Papel Comercial y Procesos de Titularización*. Febrero 2006.

- Junta general, decisión de los accionistas con el fin de captar recursos.
- Trámite en la Superintendencia de Compañías.
- Solicitar la inscripción como emisor en el Registro del Mercado de Valores.
- Presentar información económica, financiera y cumplir con los diversos requerimientos legales.
- Solicitud de autorización de Oferta Pública y de aprobación del contenido del Prospecto.
- La autorización de la Oferta pública, posibilita al emisor la colocación de las obligaciones en el mercado.

#### 4. Creación de mecanismos de transacción extrabursátil METEX y las compañías operadoras de valores extrabursátiles COVEX

La Ley de Mercado de Valores, permite la negociación de valores en el mercado extrabursátil a través de los METEX, los cuales están constituidos por corporaciones civiles aprobadas y controladas por la Superintendencia de Compañías; que tiene por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos para negociar en el mercado extrabursátil, los valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores y en el respectivo mecanismo de transacciones extrabursátiles y que no lo estén en las Bolsas de Valores.

El COVEX está conformado por compañías anónimas miembros de un mecanismo de transacciones extrabursátiles, su principal objetivo es la realización de actividades de intermediación en el mercado extrabursátil.<sup>76</sup>

Luego de esta pequeña referencia, es importante preguntarse; si ya se posee un mercado bursátil, el cual constantemente se quiere fortalecer,

---

<sup>76</sup> Cevallos Vásquez Víctor, *Mercado de Valores y Contratos*. Tomo I y II, Editorial Jurídica del Ecuador. 1997 - 1998

por qué se crea mecanismos alternos (como serían los mecanismos para transar en el mercado extrabursátil), para qué tener un mercado extrabursátil si existe la Bolsa de Valores, qué control se puede ejercer sobre ese mercado, qué información disponible respecto a los instrumentos financieros que se negocian, así como, que información de emisores, plazos y rendimientos se puede conseguir de él.

Lo único que ha causado mantener mercados paralelos son serias distorsiones donde quiera que hayan aparecido, ya que son ejecutados en forma directa entre comprador y vendedor, sin participación de intermediarios financieros ni medios de publicidad por lo que su presencia debe ser evitada.

La aparente capacidad autorreguladora del sector bursátil y la inexistencia de un esquema de regulación y control del sector extrabursátil, conspira definitivamente contra el fortalecimiento del Mercado de Valores del país.

##### 5. Insuficientes tipos de valores para el financiamiento

La estructura financiera de una empresa son todas las fuentes de financiamiento, sean estas a corto o a largo plazo, las cuales se utiliza para obtener recursos para la adquisición de sus activos. Por otro lado, la estructura de capital es un subconjunto de la estructura financiera, que se refiere a fuentes de financiamiento de mediano y largo plazo (capital en el sentido financiero). El problema no radica únicamente en el elevado endeudamiento o utilización del apalancamiento de las empresas en el Ecuador sino también en la elevada utilización de la deuda de corto plazo, dados los problemas estructurales que existen en el Mercado de Capitales Ecuatoriano.

Un elevado nivel de endeudamiento y una utilización exagerada de deuda de corto plazo implica un riesgo financiero excesivo para la empresa

porque se vuelve extremadamente sensible a fluctuaciones temporales en el ciclo del negocio.

Las vivencias a lo largo de los últimos años, indican que, las inversiones de largo plazo (por ejemplo: la adquisición de activos fijos) se debería financiar con recursos de largo plazo (deuda o participación patrimonial). A su vez un componente importante (aquella participación con carácter permanente) del capital de trabajo se debería financiar con recursos de largo plazo. Esto no siempre es posible dado lo poco desarrollado que se encuentra actualmente nuestro Mercado de Valores. Las empresas muchas veces llenan sus necesidades de financiamiento de largo plazo con créditos ordinarios exponiéndose al riesgo de una iliquidez como consecuencia de una estrechez crediticia que no le permita la renovación de la deuda; asimismo la baja capitalización expone a las empresas a situaciones apremiantes en el momento de enfrentar una recesión por simple que ella sea.

En la configuración de la estructura de capital de una empresa hay que encontrar la mezcla óptima entre la deuda de largo plazo y el financiamiento por acciones, por ejemplo: la mezcla adecuada de las dos (apalancamiento), debería llevar a una estructura óptima de capital correspondiente a aquella combinación que minimiza el costo promedio ponderado de capital. Por otro lado, el componente de deuda en la estructura financiera de una empresa debería provenir del mayor costo que esos recursos tienen en un medio donde se cumpla una relación directa en la estructura a término de las tasas de interés. Cuando este es el caso, se deberían ponderar recursos de corto y largo plazo para obtener el menor costo posible de la mezcla financiera y asumir un cierto nivel de riesgo.

Todo lo anterior resulta un tanto teórico si el mercado financiero no genera las alternativas que permitan la configuración de esa estructura óptima de



capital y la financiera a que se ha hecho referencia, cuando el Mercado de Valores no se ha desarrollado suficientemente, las posibilidades son pocas y las repercusiones en el largo plazo pueden ser muy peligrosas.<sup>77</sup>

Dentro de una agrupación general, las fuentes de financiamiento accesibles a una empresa industrial, agropecuaria, minera o del sistema financiero, se pueden clasificar en:<sup>78</sup>

a. Fuentes de financiamiento a corto plazo

- Sobregiros
- Cartera ordinaria o comercial
- Cartas de crédito con financiamiento
- Descuentos de bonos de prenda
- Proveedores

b. Fuentes de financiamiento a mediano plazo

- Crédito de libre asignación (bancos, CFN, BEDE)
- Crédito de Fomento
- Leasing
- Proveedores
- Bonos ordinarios
- Líneas externas

c. Fuentes de financiamiento a largo plazo

- Bonos ordinarios
- Crédito de Fomento
- Líneas externas
- Reinversión de utilidades

---

<sup>77</sup> Serrano Javier, *Mercados Financieros y de Capitales*. Pág. 102 - 103

<sup>78</sup> Serrano Javier, *Mercados Financieros y de Capitales*. Pág. 102 - 103

- Obligaciones (participantes, especiales o papel comercial, convertibles)
- Acciones (comunes o preferentes)

Adicionalmente a las fuentes de financiamiento orientadas hacia el sector industrial, el agrícola o el exportador que en una u otra forma caen dentro de la clasificación anterior, hay que mencionar el caso de las Operaciones de Redescuento en lo que hace relación al crédito de vivienda (constructores) y el crédito de consumo que se puede obtener a través de los bancos y otras entidades que administran tarjetas de crédito.

Las insuficientes fuentes de financiamiento, su desconocimiento operativo y el temor de exponerse al mercado, son algunos de los factores que han contribuido en forma sustancial a su poca utilización en los bajos montos negociados desde que entró en vigencia la actual ley.

#### 6. Nuevas figuras financieras no utilizadas

En nuestro país, los empresarios tienen al menos las alternativas mencionadas anteriormente para el diseño de títulos. Siempre que puedan convencer a los inversionistas de sus atractivos, pueden emitir obligaciones participantes, especiales o papel comercial y convertibles; acciones comunes o preferentes. A parte de poder combinar características de los títulos existentes, pueden crear uno totalmente nuevo, figura legalmente permitida por la Ley de Mercado de Valores.

La variedad es intrínsecamente buena. El inversionista tiene diferentes gustos, niveles de riqueza. Claro está, el problema es que puede ser muy caro para la empresa idear nuevos títulos. Pero si se puede pensar en un nuevo título que guste a los inversores, para emitirlo en términos

especialmente favorables y por ende pueda aumentar el valor de su empresa.<sup>79</sup>

Pero, esa innovación de los mercados financieros que se ha experimentado en los últimos años, ha sido inusualmente rápido y extenso. Nuevas variedades de deuda aparecen casi diariamente. Además ha habido un incremento notorio en el uso de productos derivados, productos financieros no utilizados en el Ecuador. Estos títulos son especulaciones sobre:<sup>80</sup>

- Activos financieros: acciones, obligaciones e incluso papel de renta fija
- Materias primas e insumos agrícolas; e,
- Índices del comportamiento de los activos financieros y de los insumos agrícolas.

Los derivados están en circulación a través de las bolsas y mesas de dinero del mundo y son:

- a) Los Futuros, son operaciones financieras, donde mediante un contrato obliga a un comprador y a un vendedor, transar un activo explícito, a un precio señalado, con entrega – recepción futura, a una fecha determinada. Como futuros financieros tenemos: futuros financieros (divisas, intereses, índices bursátiles), divisas a término (forwards<sup>81</sup>) y otros como: swaps<sup>82</sup>; y,
- b) Las Opciones, son contratos en la que dan al tenedor el derecho de comprar o vender un determinado activo a un precio fijo en o antes de una fecha determinada. Las opciones son un tipo único de contratos

---

<sup>79</sup> Brealey Richard, *Principios de Finanzas Corporativas*. España: Editorial Mc. Graw Hill, 1993, cuarta edición. Pág. 386 – 387.

<sup>80</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo I. Pág. 75

<sup>81</sup> Contrato que obliga a un comprador y/o vendedor a transar un determinado bien a un determinado precio, hacia delante.

<sup>82</sup> Acuerdo por el que dos partes se prestan mutuamente en distintos términos, por ejemplo, en distinta divisa, o un tipo de interés fijo y otra de interés flotante.

financieros, ya que dan al comprador el derecho más no la obligación de llevar a cabo una acción específica.

En el Ecuador, aunque ya se promueve el mercado de opciones, divisas a término y a futuro, desde 1993 mediante regulaciones de la Junta Monetaria, la misma que introdujo estas operaciones mediante regulaciones N° 848 (junio de 1993) y 904 (noviembre de 1994), en la Práctica son muy poco utilizados y en algunos casos ni siquiera se conoce de su existencia y uso.

#### 7. Aspectos internacionales poco claros

Uno de los hechos que primero resalta al estudiar las respuestas al cuestionamiento sobre los aspectos internacionales en el Mercado de Valores Ecuatoriano, es la escasez de disposiciones legales sobre el particular.<sup>83</sup> En Ecuador casi no existe legislación acerca de la circulación de valores extranjeros dentro del país.

El marco legal parte de la Decisión 291 del Acuerdo de Cartagena publicada en el Suplemento al Registro Oficial N° 682 del 13 de mayo de 1991, que se refiere al Régimen Común de Tratamiento a los Capitales Extranjeros y sobre Marcas, Patentes, Licencias y Regalías, adoptado por Ecuador como firmante de dicho acuerdo.

En dicha decisión, definen a la inversión extranjera como: "los aportes provenientes del exterior de propiedad de personas naturales o jurídicas extranjeras al capital de una empresa, en moneda libremente convertible o en bienes físicos o tangibles, tales como plantas industriales, maquinarias nuevas y reacondicionadas, equipos nuevos y reacondicionados, repuestos, partes y piezas, materias primas, y productos intermedios.

---

<sup>83</sup> Brealey Richard, *Principios de Finanzas Corporativas*. España: Editorial Mc. Graw Hill, 1993, cuarta edición. Pág. 384 – 385.

En los últimos años, puede decirse que la actitud ecuatoriana frente a la inversión directa del exterior es favorable y que se caracteriza por un esfuerzo encaminado a atraer un volumen de capitales cada vez mayor que contribuya al proceso de crecimiento y sirva para complementar los ahorros generados en el interior del país.

El problema de la inversión extranjera directa ha sido motivo de preocupación por parte de los gobernantes de turno y, se encuentran disposiciones legales aplicables a diversos aspectos de este tipo de movimiento de capitales. Se basan en normas complementarias como: la Ley de Compañías, la Ley de Instituciones Financieras y la Ley de Extranjería.

En Ecuador rigen resumidas (por no decir que no existen) disposiciones que regulan la circulación de valores extranjeros. No se prohíbe que los valores extranjeros circulen y puedan ser adquiridos dentro del país. Se ha otorgado a los valores extranjeros el mismo tratamiento que los nacionales, aun cuando se requiere que cubran requisitos adicionales para su inscripción en bolsa y para su ofrecimiento en público. Sin embargo, para cotizar los valores de sociedades anónimas, la Superintendencia de Compañías exige que estén legalmente instaladas, lo cual implica que cumplan trámites de una sociedad ecuatoriana; es decir, en la práctica no puede cotizarse en bolsa valores extranjeros, aun cuando ello no quiere decir que se negocien fuera de ella.

En general, los extranjeros gozan de los mismos derechos que los ecuatorianos, con las limitaciones establecidas en la Constitución Política de la República. Las personas naturales y jurídicas extranjeras pueden realizar inversiones en el Ecuador en todos los sectores económicos sin restricción alguna en las mismas condiciones en que pueden hacerlo las personas naturales y jurídicas ecuatorianas.

La inversión extranjera es bienvenida, siempre y cuando satisfaga ciertos requisitos. En Ecuador, la inversión extranjera disfruta del mismo tratamiento que la nacional, pero existen ciertos sectores de la economía, cuyo número y extensión varía, que se encuentren reservadas para el capital nacional y que en muchos casos son monopolios del Estado.

Son áreas de explotación económica reservadas al Estado:

- a) Los recursos naturales no renovables y, en general, los productos del subsuelo y todos los minerales y sustancias cuya naturaleza sea distinta de la del subsuelo.
- b) Los servicios de agua potable, energía eléctrica y telecomunicaciones.
- c) Las empresas estratégicas definidas por la ley.

El Estado ejerce sus actividades en las ramas empresariales o actividades económicas en se haga necesario orientarlas hacia el interés social. Esto es, en los siguientes rubros, principalmente: telecomunicaciones, energía eléctrica, hidrocarburos, minería, seguridad nacional, inmuebles en sectores fronterizos, bosques protectores.

Un requisito común para poder negociar los valores extranjeros, es que estén inscritos en la bolsa del país de origen; además, en algunos casos se exige a la entidad emisora depósitos u otro tipo de garantías para que haga frente a sus compromisos por cuenta de valores durante determinados plazos, así como se haya estado operando normalmente por un periodo dado anterior a la inscripción. Además, se determina la información que deberá suministrar y publicar, así como las demás condiciones que habrán de cumplir los emisores de valores extranjeros para su venta.

En definitiva, la inscripción de valores en bolsa no está reglamentada de manera específica; por lo que, su aprobación y supervisión, cuando es necesaria y esté establecida, se encuentra a cargo de los organismos directamente conectados con el Mercado de Valores: el Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías.

#### **4.9 Diferentes desafíos que enfrentan el Mercado de Valores Ecuatoriano se constituyen en limitantes para su desarrollo y crecimiento.**

En el normal desarrollo del Mercado de Valores existen pasos que no se siguen por lo cual es importante que las autoridades competentes incorporen en el cuerpo o en la aplicación de la Ley para de esa manera propender la garantía de la estabilidad en las reglas del juego, elevar la seguridad y democratizar el capital accionario de las empresas, las mismas son:

##### *1. No existe ampliación en la Oferta de Valores*

La Bolsa de Valores debe brindar todas las condiciones necesarias para que las tendencias de crecimiento del mercado accionario perdure y se fortalezca. Estas condiciones son:

- Información veraz y oportuna,
- Transparencia en las negociaciones; y,
- Lineamientos adecuados.

##### *2. Baja capitalización de las empresas*

La mejor alternativa de financiamiento que el sector privado puede usar para la capitalización es a través de la de emisión de acciones, su objetivo, es llegar a modificar el patrón de endeudamiento hacia una

economía de capitalización, que no ha sido utilizado en su totalidad en el país.

### *3. Bajo impulso a la emisión y colocación de acciones preferentes*

Las acciones preferentes no han tenido el impulso necesario en el mercado bursátil. Es importante hacer conocer a los empresarios, que mediante la emisión de acciones preferentes no se arriesga el control de la empresa, ya que este tipo de acciones carecen de derecho a voto. Por otro lado, el accionista preferente debe estar seguro que va a recibir un dividendo especial que podría estar por encima del que corresponde a las acciones ordinarias.

Las acciones preferentes son legalmente un título de capital propio, sin tomar en cuenta que ofrece un dividendo fijo como si fuese una deuda, el pago del dividendo depende casi siempre de la decisión discrecional de los administradores. La única regla estipulada es que no se puede pagar ningún dividendo a las acciones ordinarias hasta que no se haya satisfecho el dividendo de las acciones preferentes. En algunas emisiones las empresas pagan los dividendos ordinarios sin satisfacer los dividendos preferentes que han sido emitidos. Esto da lugar a considerables abusos. En consecuencia, se ha señalado legalmente para evitar estos inconvenientes que el derecho de los accionistas preferentes debe ser acumulativo; es decir, que la empresa debe pagar todos los dividendos preferentes antes de que los accionistas ordinarios reciban un centavo, característica poco usada en nuestro medio, ya que siempre se interponen los intereses de los dueños y empresarios.

Las acciones preferentes no tienen una fecha final de reembolso. Sin embargo, este tipo de emisiones tiene alguna cláusula sobre su amortización periódica, y en muchos casos las empresas tienen la opción



de rescatar las acciones preferentes a un precio determinado y a veces injusto.

Los términos establecidos en la escritura de las acciones preferentes también imponen restricciones a la empresa, incluyendo algunos límites a los pagos efectuados a los accionistas ordinarios, bien como dividendos o mediante la compra por la propia empresa de sus acciones ordinarias. Estas restricciones pueden estipular que la empresa no pueda realizar ningún pago a los accionistas ordinarios a menos que sea capaz de mantener un nivel mínimo de capital propio ordinario. Otras cláusulas típicas exigen que las emisiones posteriores de títulos, deben tener el consentimiento de dos tercios de accionistas preferentes, a menos que el ratio entre el capital propio y toda la deuda más las acciones preferentes exceda de un mínimo establecido. Esto conlleva de cierta manera a perder en parte el control de la empresa, situación especial y que se evita en nuestro medio.<sup>84</sup>

#### *4. Escaso impulso a la emisión de títulos del sector privado.*

La empresa privada esta en posibilidades de obtener recursos sin tener que recurrir a intermediarios financieros mediante la emisión de obligaciones, esto permite que el costo financiero para las empresas que emiten obligaciones y las coloca a través de las Bolsas de Valores sea menor. Sin embargo, el hecho de que este tipo de títulos deban tener dos calificaciones de riesgo, como es el caso del papel comercial, encarece su costo y desincentiva su uso. Para el caso de la emisión de obligaciones se requiere de una calificación de riesgo.

A más de lo anteriormente anotado, se tiene que tener presente la presencia del Banco Central del Ecuador como la banca de segundo piso,

---

<sup>84</sup> Montalvo Mariana, *Introducción al Mundo del Mercado de Capitales*. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998, Tomo I. Pág. 75

el cual lleva políticas financieras preferenciales fijadas por el gobierno, con el fin de promover el desarrollo de determinado sector. Por ende, la banca comercial y la empresa privada se han acostumbrado a depender del Banco Central para acceder a fondos de desarrollo. Esta situación perjudicial también contribuye a que el mercado pueda desarrollarse y consolidarse.

##### *5. Baja promoción del mercado accionario y débil impulso a los Fondos de Inversión*

Las Bolsas de Valores y Casas de Valores, tienen la obligación de brindar información y capacitación, tanto a los inversionistas particulares como institucionales, para que conozcan instrumentos que les permitan evaluar los riesgos y beneficios de la inversión en lo que respecta a las acciones. Además les corresponde fortalecer la demanda, para lo cual es necesario que se facilite la constitución de los denominados Fondos de Inversión y se los asesore para que puedan salir adelante; ya que constituyen un punto fuerte para el desarrollo de la economía.

A lo largo del desarrollo del Mercado de Capitales Ecuatoriano, se ha visto la importancia que ha tenido el Estado, con su presencia en la consecución de fondos, para financiar las necesidades de los gastos, tanto de gobierno como de otras actividades del sector público. Estas necesidades de gasto han tenido que ser satisfechas mediante instrumentos como impuestos a la venta de bonos al sector privado, lo cual ha reducido la oferta de saldos prestables para este último sector, ya que el gobierno ha entrado a competir por los recursos, o en otros casos, ha presionado para que se realicen inversiones obligatorias. Si a esto le sumamos el incremento sostenido de los gastos del sector público y el estancamiento de los ingresos fiscales, con la eliminación y reducción de los créditos externos, era necesario conseguir los recursos de fuentes internas. En países con Mercados de Capitales relativamente

subdesarrollados, como el nuestro, que vive de la escasa oferta de fondos prestables a largo plazo, no se tiene otra opción que recurrir al Banco Central. En consecuencia, un aumento de la liquidez no podría traducirse en otra cosa que fuera la inflación produciendo todas las distorsiones a la economía producto de la misma.

*6. Riesgos de la globalización en las soberanías financieras distorsionan el mercado.*

La globalización de la economía es uno de los aspectos de los que nuestro país no puede escapar, lo que obliga a que se modernicen los principios y esquemas económicos para suplir la carencia de control autónomo financiero que posee la nación.

La situación de una economía globalizada, sustentada en reglas de juego diferentes a las acostumbradas hasta finales de la década de los ochenta, en los cambios y avances tecnológicos del área informática, influyen fundamentalmente en la movilización de los capitales financieros a nivel mundial.

Bajo estos conceptos, la soberanía nacional se desordena y en cierta forma ha quedado desguarnecida ante el acceso desde cualquier parte del planeta, a decisiones económicas que antes eran de propiedad interna y que hoy escapan de su control independiente. La apertura que exige la globalización se contrapone con la pérdida de identidad nacionalista y son los puntos del dilema para el Ecuador en el presente siglo.

Con el avance tecnológico, los inversionistas globales pueden invertir y mover a su gusto masas monetarias de divisas ignorando el dominio de cada país. Existen nuevos dueños de la economía denominados fondos de pensiones que hoy se adjudican montos enormes de dinero que tranquilamente pueden desestabilizar incluso a las economías más sólidas, no se diga a una economía fragmentada como la ecuatoriana,

con simples movidas de inversión. La era global, de esta manera, se ha convertido en una amenaza económica, contra la cual nuestro país no tiene palabra.

Es una realidad que asecha al país, ya que una buena parte de capitales mundiales entran y salen del mercado dependiendo fundamentalmente de las oportunidades del momento, con fines especulativos. Este tipo de inversiones, como es lógico, no aportan al desarrollo de largo alcance, son operaciones de corto plazo, que favorecen escasamente al progreso sostenido de nuestra economía, el peligro es eminente.<sup>85</sup>

Es así que, a pesar de recurrentes períodos excesivos y de lento crecimiento económico en las economías más avanzadas, el entorno económico mundial casi no ha favorecido a los países en desarrollo en los últimos años, por la persistente diferencia marcada entre ellos. La amplitud con la que los países se beneficiaron de la mayor integración y de los Mercados de Capitales resulta dispar. Así, las regiones más prosperas experimentan mayores progresos cuando se integran con la economía mundial, en relación a las que no lo hicieron como la ecuatoriana, esto al comparar el tamaño de los flujos de capital y la expansión de las exportaciones.

En definitiva, la inversión fluye hacia territorios que presentan mayor estabilidad y que generan reglas de juego para que se desarrolle la inversión. Cuando un país como el ecuatoriano busca capitales privados debe aplicar políticas conducentes a la estabilización y crecimiento, lo que expresamente sugiere que se debe crear un ambiente de confianza económica que fomente el ahorro interno, la inversión y la producción; pero además, genere la credibilidad necesaria para convencer a los agentes económicos de que ese ambiente va a ser perdurable.

---

<sup>85</sup> CEMLA, *Los Mercados de Capitales en Latinoamérica*. Pág. 191 – 199.

Para que las políticas sean creíbles se debe exhibir al menos tres elementos importantes, carentes en nuestro entorno económico:<sup>86</sup>

1. Consecución de la estabilización macroeconómica visualizada a través del mantenimiento de una inflación reducida, de una política fiscal ordenada, de una política anti – inflacionaria que promueva la competitividad a nivel internacional.
2. Adopción de reformas estructurales en varios aspectos, sobre todo en la liberalización del comercio, la modernización y el achicamiento del estado y las reformas a las leyes laborales. Sólo así se puede crear las condiciones para que fluyan los capitales extranjeros en forma de inversiones productivas y de largo aliento.
3. Creación de un transparente marco jurídico que brinde confianza a los ahorristas e inversionistas, que castigue severamente la corrupción y que adopte políticas sociales que ataquen decididamente la pobreza.

La constitución de la economía sin fronteras ha provocado una serie de inquietudes entre los propios organismos internacionales, sobre todo por el desigual reparto de los productos de la globalización, por la pérdida de desmedidos puestos de trabajo y por la acentuación de la inequitativa distribución de los ingresos dentro de un país.<sup>87</sup>

La primera concentración obedece a que los países menos desarrollados están siendo privados de los frutos de la globalización, es decir, corren el peligro de quedarse marginados, lo que intensificaría la brecha entre los estados industrializados y los subdesarrollados.

Adicionalmente, la economía sin fronteras ha profundizado la desigualdad internacional, porque los flujos de capital se concentran en los países

---

<sup>86</sup> Con el propósito de fomentar la inversión extranjera otorgándole los mismos derechos y tratamiento que la inversión nacional, expidió el Decreto Ejecutivo N°415, publicado en el R.O.-S106 de enero 13 de 1993.

<sup>87</sup> Campaña Isaías, *Las tradicionales: Principales Beneficios de la Globalización*. Quito: Editorial Universitaria, enero de 1996. Pág. 17 – 21.

industrializados y los que se están industrializando con rapidez y las naciones pobres se quedarán al margen de dicho proceso. Según reportes, la inversión extranjera en el 2005 ascendió a 956.6 millones de dólares, comparada con años anteriores la inversión extranjera ha disminuido significativamente. Anexo N° 4d

La segunda gran preocupación radica en que el desarrollo tecnológico derivado de la globalización está destruyendo una gran cantidad de puestos de trabajo, aunque el proceso tecnológico, por una parte, destruye puestos, y por la otra crea nuevos puestos.

Como los países en desarrollo son grandes importadores netos, efectivos y potenciales del saber de los países desarrollados, se asegura que costará cada vez más tener acceso a un saber productivo y a una tecnología superior, lo cual acentuará aun más las desigualdades de los mercados de capitales en el plano mundial.

La tercera preocupación se deriva de que los costos de globalización han recaído básicamente en los sectores de más bajos ingresos de la población. Las políticas de ajuste inducidos por los organismos financieros internacionales han afectado a los sectores más pobres.

En conclusión, el proceso de globalización de la economía ha ampliado la brecha entre los países de economía avanzada y las naciones en desarrollo, salvo un importante grupo de estados del sudeste asiático, que en los últimos tiempos han experimentado un importante desarrollo.

#### **4.10 El inapropiado escenario económico, político y jurídico crea aversión al riesgo, el cual se refleja en el pobre desempeño del Mercado de Valores.**

Los pilares centrales de un desarrollado esquema del Mercado de Valores son la evaluación del riesgo de las inversiones y la constitución de títulos-valor adecuados. Para la evaluación se reconocen seis clases de riesgos: riesgo de solvencia, riesgo de exposición de inversiones en el mercado, riesgo de liquidez, riesgo de tasas de interés, riesgos de cambio y riesgo país.

El riesgo de solvencia resulta al cesar los pagos del prestatario o el emisor de un título de inversión. El riesgo aparece por el deterioro de la estructura financiera del emisor, que desemboca en la incapacidad real o potencial de atender, en los términos pactados, las obligaciones contraídas.

El riesgo de exposición de inversiones al mercado corresponde a pérdidas eventuales originadas por la necesidad de hacer ajustes en el portafolio de inversiones para cambiar su composición, con el propósito de minimizar o eliminar los efectos adversos de variaciones desfavorables entre tasas de interés activa y pasiva. Este riesgo resulta de variaciones repentinas y ascendentes en el costo de las captaciones de fondos, cuyo crecimiento no puede ser compensado por la rentabilidad esperada de las inversiones.

El riesgo de liquidez se genera cuando la institución financiera o no financiera no posee los recursos necesarios para hacer frente a los pagos exigidos por sus acreedores. Este riesgo resulta del énfasis que los inversionistas ponen en los recursos de corto plazo con instrumentos de fácil transformación de plazos vía Mercado de Valores, lo que aumenta el riesgo de liquidez de una institución. La mejor opción para protegerse

ante la iliquidez es constituir un portafolio de inversiones de alta liquidez con respecto al nivel de exigibilidad que se tiene.

El riesgo de tasa de interés resulta en pérdidas para la entidad debido al alza en tasas de interés, dada la estructura del pasivo de corto plazo con respecto al portafolio de activos e inversiones de mediano y largo plazo. Las opciones para solucionar este aspecto sugieren la búsqueda de un balance en la estructura global de diferentes operaciones, la maduración de activos y pasivos, y el establecimiento de factores de sensibilidad con respecto a las tasas de interés, considerando diversos escenarios.

El riesgo de cambio resulta de la variación de la moneda nacional frente a otras monedas en las cuales se tengan inversiones. El riesgo país se asocia a inversiones a cargo de un país extranjero o a cargo de un domiciliado en dicho país.

Para la evaluación del riesgo sobre inversiones se establecen criterios en función de:

- La capacidad de pago del emisor o prestatario, sustentada por información financiera actualizada. Los estados financieros son, por lo general, auditados por empresas independientes.
- El servicio de la deuda y el cumplimiento de los términos pactados.
- Información de estudios sectoriales, para establecer la evolución de diferentes campos de la actividad económica.
- La calificación de agencias evaluadoras de riesgo.
- El valor de mercado de las obligaciones, cuando se trata de inversiones, o las garantías cuando son títulos valores.
- La cobertura e idoneidad de las garantías, con base en el valor de mercado técnicamente establecidos y los costos de realización de la misma.



En la evaluación del riesgo asociado con el portafolio de inversiones toman importante consideración sobre el riesgo de solvencia, el riesgo por exposición al mercado y el riesgo cambiario. Para la evaluación de solvencia del emisor se aplican criterios como:

- Clasificación de inversiones y operaciones pasivas de acuerdo a intervalos de tasas de interés y relación de cada intervalo con la tasa promedio ponderada.
- Comparación de las diferentes tasas de interés pasivas y su posible efecto sobre la rentabilidad de la entidad.
- Estimar la pérdida que genera la venta de títulos con descuentos inusuales o significativos.

Para la evaluación de las inversiones se reconocen los tres tipos genéricos de instrumentos de inversión accesibles a intermediarios financieros. Estos instrumentos son las acciones, que representan la propiedad de una fracción del patrimonio de la empresa; los instrumentos de intermediación financiera, que representan obligaciones de corto plazo y los instrumentos de renta fija o títulos de mediano y largo plazo.

En definitiva, antes de tomar una decisión en un mercado poco desarrollado (como el ecuatoriano), los inversionistas toman en consideración algunos riesgos implícitos que existen en diferentes mercados, los cuales tienen influencia directa o indirecta en el manejo de un portafolio, y por ende en la rentabilidad del mismo.

De forma esquemática los riesgos anotados anteriormente (más comunes) a los cuales el inversionista nacional y extranjero debe hacer frente son quienes motivan o desmotivan la incursión en un determinado mercado.

## CAPITULO V

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

#### CONCLUSIONES:

1. El Mercado de Capitales juega un papel necesario en la transferencia del ahorro hacia los proyectos de inversión; debido a que:
  - No necesariamente tiene que haber coincidencia temporal y/o espacial de oferentes de recursos (ahorradores y superavitarios) y demandantes (inversionistas o deficitarios).
  - Los ahorradores netos quieren colocar sus recursos a corto plazo y los inversionistas buscan recursos de largo plazo.
  - Los ahorradores individuales disponen generalmente de pequeños excedentes. Por otra parte, los inversionistas requieren sumas mayores para realizar sus proyectos.
  - Los ahorradores no quieren enfrentar sus recursos en inversiones de difícil realización. Por otro lado, la actividad inversionista, de largo plazo, enfrenta riesgos que deberían ser minimizados y diversificados.
2. El mercado bursátil en nuestro país se desarrollo con mayor profundidad desde la expedición de la primera Ley de Mercado de Valores en mayo de 1993, donde se expidieron normas que ayudaron a normar la estructura del Mercado de Valores Ecuatoriano; posteriormente en 1998 se emite la nueva y actual Ley de Mercado de Valores donde se realiza ciertas reformas dando impulso a la fiducia y

a la titularización. A pesar de que en el Ecuador existe una Ley que regule el Mercado de Valores y propenda la creación de títulos – valores; todavía el Mercado de Valores no posee la suficiente importancia dentro de las empresas e inversionistas; debido a la existencia de factores económicos, políticos y sociales que afectan el éxito del tema bursátil en lo que respecta al volumen de papeles transados tanto en la Bolsa de Valores de Quito como en la de Guayaquil.

3. A pesar de los esfuerzos realizados por las Bolsas de Valores para emitir información procesada al público, los inversionistas no la usan ampliamente el momento de tomar una decisión. En parte se debe a que los operadores y la propia Superintendencia de Compañías no han promocionado la posibilidad de inversiones financieras que ofrece el Mercado de Valores Ecuatoriano, lo cual ubica a las Bolsas de Valores en un tema interesante pero con un mercado objetivo reducido. Además, las mismas Bolsas han reconocido que no se han promocionado lo suficiente.
4. La información es la clave para realizar cualquier actividad, más aún en el Mercado de Valores es indispensable mantener una información clara, concreta y precisa; ya que ésta minimiza los riesgos y juega un papel protagónico al momento de incentivar o desalentar a un empresario o inversionista para que realice transacciones en el Mercado de Valores; como podemos ver en el Ecuador existe desconfianza al momento de participar en las Bolsas de Valores, debido a la falta de información existente al respecto; lo que hace que el Mercado de Capitales sea poco desarrollado debido a la falta de presencia y veracidad en la información.
5. Debido a que las autoridades políticas y económicas no han sido firmes en su propósito y consecuentemente no han logrado un ambiente de estabilidad financiera necesaria para recuperar el

crecimiento económico, resulta muy difícil que los inversionistas se encuentren motivados como para realizar inversiones productivas de largo plazo; por lo cual han optado por inversiones de corto plazo. Dificultando el cumplimiento del objetivo para el que están las Bolsas de Valores, que es canalizar el ahorro hacia los sectores de máxima productividad.

6. Bajo el actual entorno macroeconómico del país es difícil que se cuente con mecanismos de financiamiento de mediano y largo plazo, ya que los recursos que captan los intermediarios financieros de los inversionistas, no son colocados en los plazos requeridos, de lo que se deduce que bajo el actual esquema no puede existir un calce perfecto entre los fondos captados y los fondos colocados.

## **RECOMENDACIONES:**

1. Tomando en cuenta que el Mercado de Capitales tiene un papel muy importante dentro de la economía ecuatoriana, es indispensable que las Bolsas de Valores incentiven la utilización por parte de las empresas de mecanismos de financiamiento de mediano y largo plazo; así como a los inversionistas para que inviertan en estos títulos – valores; logrando que exista un calce entre los fondos captados y los fondos colocados por los inversionistas.
2. Considerando el poco dinamismo del Mercado de Valores Ecuatoriano es fiel reflejo de toda la economía, se hace necesario que el Gobierno asuma su papel de orientador de los agentes económicos. Es decir, se debe propender a que el Estado juegue un papel protagónico en la difusión y promoción de los mecanismos de emisión de obligaciones, acciones y otros títulos / valores; además de actuar como “market – market” a través de ciertas instituciones públicas como el Banco Central, el IESS, la CFN, el Banco del Fomento, emitiendo diferentes títulos/ valores de largo plazo que permitan dinamizar el Mercado de Capitales.
3. Para que el Mercado de Valores consiga los objetivos para los que fue creado, es fundamental que en conjunto con la Superintendencia de Compañías a través de la Intendencia de Valores y las Bolsas de Valores, fomenten conciencia en la población ecuatoriana: agentes económicos, gremios profesionales, empresarios, instituciones públicas y privadas, establecimientos académicos; y, público en general, en lo que respecta al tema bursátil; a través de seminarios, conferencias, talleres, publicaciones especializadas y de estadísticas del Mercado, informes, folletos, boletines y rondas de prensa; anuncios públicos, perfeccionamiento de la Página Web de la Superintendencia de Compañías, así como de las Bolsas de Valores, edición de publicaciones técnicas sobre importantes aspectos, como la

estructura jurídica e institucional del Mercado; objetivos, funciones y estructura del Consejo Nacional de Valores (CNV) y del Área de Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías; sobre los diferentes conceptos y aspectos del Mercado, mecanismos fundamentales, ventajas y oportunidades que ofrece el Mercado de Valores; con la finalidad de que el Mercado de Valores sea tomado en cuenta al momento de invertir.

4. Es importante que el país cuente con una política gubernamental que permita continuar con un proceso de reducción de la inflación, para lo cual las autoridades deben mantener este propósito; además, es necesario que las tasas de interés se mantengan en niveles adecuados; evitando así inversiones especulativas de corto plazo que persiguen tasas de interés altas. Logrando así que los títulos – valores de largo plazo tengan mayor demanda, permitiendo que los emisores oferten una mayor cantidad de ellos a mayores plazos que permitan financiar inversiones productivas de largo plazo que redundarán en un incremento de los niveles de producción, mayores niveles de ventas, mayores utilidades y logrando dinamizar el Mercado de Valores.
5. Con el fin de conseguir un calce perfecto entre los fondos captados y los fondos colocados, es fundamental que se cambie la estructura de créditos a la que tradicionalmente acceden los empresarios, a través de la promoción de la emisión de títulos – valores; ya que esto incentivaría a los propios empresarios a emitir estos títulos, los cuales serían demandados por los inversionistas; generando una mayor profundidad del mercado en cuanto a emisores y títulos, lo que permitiría dinamizar el Mercado de Valores poco desarrollado en nuestro país.
6. Al pertenecer a un país subdesarrollado como el Ecuador y estar sujetos a los cambios a nivel mundial, es importante que las Universidades y en especial la Escuela Politécnica del Ejército

propenda el desarrollo del Mercado de Valores; formando en los estudiantes la iniciativa para invertir en las Bolsas de Valores; a través del estudio en asignaturas que traten temas como los analizados en la presente Tesis.

7. Me permito recomendar la difusión de ésta Tesis a todas las Facultades de la Escuela Politécnica del Ejército, ya que los estudiantes somos los futuros empresarios y necesitamos conocer temas que nos ayuden a desarrollarnos como profesionales y buscar fuentes alternativas de financiamiento para las empresas; con lo cual se colabora al desarrollo del Mercado de Valores y a la vez de nuestro país: Ecuador.

## GLOSARIO DE TÉRMINOS

- **Acción:** Cada una de las partes en las que está dividido el capital suscrito de una sociedad anónima. Pueden ser nominales o al portador, pudiendo diferenciarse en series distintas por su valor nominal o por el contenido de sus derechos.
- **Ahorro:** Es la diferencia entre lo que se produce y consume. El ahorro es abstenerse en el presente para la creación de reservas para consumo diferido.
- **Balanza Comercial:** Es una parte de la Balanza de pagos de un país, en donde se contabilizan las importaciones y exportaciones de un país. La diferencia de los dos rubros determinan su déficit o superávit.
- **Balanza de Pagos:** En macroeconomía se define como un documento contable que registra sistemáticamente todas las transacciones económicas ocurridas durante un período determinado, entre los residentes de un país y los residentes del resto del mundo. La Balanza de Pagos se estructura en cuatro sub-balanzas parciales: comercial servicios, transferencias y capitales. Es un instrumento de análisis económico de enorme importancia ya que permite diagnósticos sobre la situación económica de carácter más global y perfecto que los que podrían lograrse separadamente analizando series parciales de comercio exterior, migraciones, turismo, etc.
- **Banca de Segundo Piso:** Entidad financiera que canaliza sus operaciones de financiamiento a empresas a través de créditos a bancos que sirven de intermediarios con el cliente final. La CFN (Corporación Financiera Nacional) cumple este rol en el país, otorgando créditos a pequeñas, medianas y grandes empresas a través de la Banca.
- **Base Monetaria:** Es la suma de activos de caja y el dinero en efectivo en manos del público, tal como se registran en el Balance ajustado del Banco Central.



- **Bolsa de Valores:** Mercado público organizado y especializado en el que se efectúan las operaciones de compraventa de valores mobiliarios: acciones, obligaciones, fondos, etc. Son entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en el lugar que les proporcione, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan en conformidad a la ley.
- **Bonos:** Son títulos – valores de naturaleza crediticia emitidos en masa con el propósito de captar directamente recursos en el mercado. Son libremente negociables y normalmente, en contraposición, a sobre la par o bajo la par.
- **Calce:** Término que identifica a la coincidencia de las condiciones de una postura de compra y venta permitiendo el cierre de la operación.
- **Capitalización Bursátil:** Resultado de multiplicar el número de acciones de una empresa por el precio de mercado en un momento dado.
- **Casa de Valores:** Es una sociedad anónima miembro de las Bolsas de Valores que se encarga de ejecutar las inversiones de las personas naturales y jurídicas, además de brindar asesoría en materia de finanzas corporativas a las empresas. Las Casas de Valores fueron creadas en el Ecuador a raíz de la expedición de la Ley de Mercado de Valores en 1993.
- **Crecimiento Económico:** Es el aumento de la cantidad de bienes y servicios finales producidos en el país, durante un período determinado. El crecimiento económico se mide a través del incremento porcentual que registra el Producto Interno Bruto, medido a precios constantes de un año base, generalmente en el transcurso de un año. También se define como un incremento del PIB real per cápita, es decir, el incremento del producto por habitante.

- **Déficit Fiscal:** Enfermedad crónica de los países en vías de desarrollo, que por su cultura gastan más allá de sus ingresos.
- **Dividendo:** Parte del beneficio anual, después de impuestos, de una sociedad anónima, que se reparte entre accionistas, en proporción a su participación en el capital social.
- **Emisión:** Es la puesta en circulación de medios de pago, documentos representativos de deuda u otros valores.
- **Emisor:** Son las empresas o entidades que dan origen a los valores que se transan en el mercado.
- **Emisores privados:** Son sociedades por acciones, sociedades de responsabilidad limitada, asociaciones mutuales de ahorro y préstamo y cooperativas.
- **Emisores públicos:** Son: el Banco Central, el Tesoro General de la Nación, el Servicio Nacional de impuestos Internos y los gobiernos municipales.
- **Fiducia:** Institución basada en la confianza, que se origina por la transmisión que hace una persona, fiduciario, para que éste la use de acuerdo con lo estipulado por ambos en el pacto de fiducia, en beneficio, generalmente, del fiduciante.
- **Financiamiento:** Mecanismo para obtener ingresos ya sea en temporadas de escasez de dinero o para realizar alguna inversión.
- **Globalización de Mercados Financieros:** Es el resultado de múltiples factores, entre ellos, el creciente volumen del comercio internacional, los avances tecnológicos y la desregularización de las transacciones entre países.
- **Índices Bursátiles:** Son indicadores o expresiones matemáticas que permiten medir ciertas magnitudes, estructuras o tendencias en el mercado bursátil.
- **Índice de Precios al Consumidor (IPC):** Es el promedio ponderado de los precios de bienes y servicios que componen la canasta familiar y que sirve para medir la inflación. En nuestro país es calculado

mensualmente por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC).

- **Inflación:** Fenómeno de la economía que ocasiona el alza sostenida y generalizada de precios de los bienes y servicios producidos en una economía durante un periodo determinado.
- **Intermediarios:** Instituciones que previa autorización realizan la función de vincular las fuerzas de oferta y demanda de recursos y de títulos valores, para ejecutar las transacciones en las mejores condiciones del mercado. Para poder comprar y vender en las Bolsas de Valores, los únicos intermediarios especializados son las Casas de Valores.
- **Inversionistas:** Personas naturales o jurídicas que disponen de recursos y adquieren títulos valores en busca de rentabilidad.
- **Ley de Mercado de Valores:** Mecanismo de mercado que tiene por objeto promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna, mediante el cual se canalice principalmente recursos de mediano y largo plazo hacia la inversión productiva.
- **Liquidez:** Naturaleza de ciertos títulos – valores, de las empresas o de las entidades financieras, según la cual son transformables en dinero efectivo de forma inmediata.
- **Mercado Bursátil:** Conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores, realizadas por los intermediarios de valores autorizados.
- **Mercado de Capitales:** Mercado Financiero en el que se realiza la intermediación de instrumentos de inversión de renta variable (acciones, opciones, futuros) o de renta fija (obligaciones, papeles comerciales).

- **Mercado de Valores:** Segmento del Mercado de Capitales que utilizando los mecanismos previstos en la Ley de Mercado de Valores, permite que los intervinientes negocien Valores, para canalizar eficientemente el ahorro del público al sector privado.
- **Mercado Extrabursátil:** 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.
- **Mercado Primario:** Aquel en el cual se realiza la primera venta o colocación de Títulos-Valores que hace el emisor con el fin de obtener directamente los recursos que requiere.
- **Mercado Privado:** Negociaciones que se realizan entre el comprador y el vendedor en forma directa sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales.
- **Mercado Secundario:** Comprende todas las negociaciones o operaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación.
- **Obligación:** Son títulos – valores que emiten empresas o entidades de todo tipo para obtener crédito directo en el mercado de capitales; con el propósito de su amortización en un plazo determinado y a un interés normalmente fijo.
- **Oferta Monetaria:** Dinero que circula en la economía y que se multiplica por efecto del manejo en el sistema bancario, para transformarse en la totalidad del dinero a disposición de los agentes económicos, es decir es la sumatoria de: billetes, monedas y depósitos en los bancos.
- **Pobreza:** Circunstancia económica en la que una persona carece de los ingresos suficientes para acceder a los niveles mínimos de atención médica, alimento, vivienda, vestido y educación.
- **Políticas de Estabilización:** Son las acciones tomadas por el Gobierno que intentan controlar la economía y encaminar la

producción a niveles cercanos del PIB potencial y mantener la inflación estable.

- **Producto Interno Bruto –PIB:** Es el valor de los bienes y servicios de uso final generados por los agentes económicos durante un período. La cuantificación del PIB por el método de la producción, se basa en el cálculo de las producciones brutas de las ramas de actividad y sus respectivos consumos intermedios.
- **Rendimiento:** En el mercado financiero, es la suma de los ingresos por intereses o dividendos obtenidos de la posesión del título – valor, más la apreciación o depreciación del mismo.
- **Renta Fija:** Rendimiento de un título – valor, fundamentalmente obligaciones, cuya remuneración está predeterminada en el momento de la emisión, normalmente en forma de interés.
- **Renta Variable:** Conjunto de activos financieros que no tienen un vencimiento fijado y cuyo rendimiento, en forma de dividendos, variará según la marcha de la empresa emisora.
- **Rueda:** Mecanismo público que posibilita el encuentro organizado y sistemático de los intermediarios que actúan a nombre propio o por encargo de terceros, comprando o vendiendo títulos – valores.
- **Rueda de Viva – Voz:** Mecanismo a través del cual los operadores de valores que están presentes que actúan en el piso de rueda pueden plantear posturas de oferta y demandas y realizar cierre de operaciones.
- **Rueda Electrónica:** Mecanismo a través del cual los operadores autorizados, mediante el uso de su clave pueden realizar posturas y transacciones de títulos – valores; tanto en el piso de rueda como desde su lugar de trabajo, a través de equipos remotos.
- **Reserva Monetaria Internacional de libre disponibilidad:** Corresponde al monto de activos externos de alta liquidez que tienen una contrapartida en los pasivos del balance del Banco Central del Ecuador. El Banco Central del Ecuador, calcula la reserva monetaria

de libre disponibilidad que sirve de base para mantener los sistemas de canje, reserva financiera, operaciones y otras operaciones del Banco Central del Ecuador.

- **Tasas de Interés:** Es el precio del dinero en el mercado financiero. Al igual que el precio de cualquier producto, cuando hay más dinero la tasa baja y cuando hay escasez sube. Existen dos tipos de tasas de interés: la tasa pasiva y la tasa activa.
- **Tasa de Descuento:** Es la tasa que sirve para calcular el precio a que deben venderse ciertos títulos-valores. Esta tasa da como resultado un precio de venta o de colocación que siempre es menor que el valor del título a su vencimiento, y por eso se dice que el documento se vende con descuento.
- **Título valor / acción:** Acción es cada una de las numerosas partes iguales en que se divide el capital social de una compañía anónima y que otorgan a sus dueños, idénticos derechos de propiedad sobre el patrimonio de esa compañía. Las acciones están representadas en TITULOS VALORES emitidos por las compañías y son libremente NEGOCIABLES en el mercado.
- **Titularización:** Es un proceso mediante el cual se transforma un activo ilíquido en activo líquido. Generalmente se titulariza la cartera crediticia o activos fijos, convirtiéndolos en títulos valores, negociables en los mercados o Bolsas de Valores.

## BIBLIOGRAFÍA

- Bolsa de Valores de Guayaquil, Capital. Guayaquil: Imprenta BVG, 2002
- Bolsa de Valores de Guayaquil, Guía Didáctica del Mercado de Valores. Guayaquil: Imprenta BVG, Tercera Edición, agosto 2002
- Bolsa de Valores de Quito, Qompendium '02. Quito: FOCET. 2002
- Bolsa de Valores de Quito, La subasta bursátil. Quito: nn, Poligráficas, 1998.
- Bolsa de Valores de Quito, Nueva Guía Bursátil. Quito: nn, Poligráficas, 24 de junio de 1999
- Bredley, Richard y Stewart Myers. Principios de Finanzas Corporativas. España: McGraw Hill, 1994.
- CEMLA. Los Mercados de Capitales en Latinoamérica. México D:F:: Gráficas Panamericanas, 1964.
- Cevallos Vásquez Victor, Mercado de Valores y Contratos. Tomo I y II, Editorial Jurídica del Ecuador. 1997 - 1998
- Copeland & Weston. Financial. Theory and Cooperate Policy. New York. McGraw Hill, 1994.
- Corporación de Estudios y Publicaciones. Ley de Mercado de Valores (Reglamentos). Quito:nn, marzo de 1996.
- Coulbin Forrest. Cuaderno de Economía INCAE: Quito, Progresec, 1994.

- Emery Douglas, Finanzas Corporativas, Editorial McGraw Hill, 1998.
- Intendencia del Mercado de Valores, Estudio de Costos de Emisión de Obligaciones, Papel Comercial y Procesos de Titularización. Febrero 2006.
- Larrea Arregui Mauricio. El Mercado de Valores. Tesis PUCE.
- Larrea Ontaneda Diva. Emisión de obligaciones y acciones en el sector textil. Tesis PUCE.
- Montalvo Mariana. Introducción al Mundo del Mercado de Capitales. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero 1998.
- Serrano Javier. Mercado Monetario y de Capitales. Bogota. Una empresa docente, 1989.
- Superintendencia de Compañías. Las 1000 compañías más grandes del Ecuador. Quito: nn, 2003.
- Toro Argudo Hernán. La intervención estatal en el banco emisor y el ahorro privado. Medellín: nn. 1993.
- [http://www.ccbvq.com/zHtms/p\\_legal/p\\_LeyMerca/Ley%2001.htm](http://www.ccbvq.com/zHtms/p_legal/p_LeyMerca/Ley%2001.htm)
- <http://www.monografias.com/trabajos13/desamerc/desamerc.shtml>
- <http://www.monografias.com/trabajos5/corrupc/corrupc2.shtml>
- <http://www.analitica.com/archivo/vam1996.06/resumen4.htm>
- <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin1/fipeqrobe.htm#FINANC>
- <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin/instrufinmktfin.htm>
- <http://www.gestiopolis.com/canales3/fin/finproinv.htm>



- <http://www.gestiopolis.com/recursos2/documentos/fulldocs/emp/gesempresarial.htm>
- <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin/bolsasmundo.htm>
- <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/eco/ecuadorperspectivas.htm>
- <http://www.ecuadoranalysis.com/foros/cartas.html>
- [www.bce.gov.ec](http://www.bce.gov.ec)
- [www.bolsadequito.com](http://www.bolsadequito.com)
- [www.ccbvq.com](http://www.ccbvq.com)
- [www.elfinanciero.com](http://www.elfinanciero.com)
- [www.infomercados.com](http://www.infomercados.com)
- [www.monografias.com](http://www.monografias.com)
- [www.mundobvg.com](http://www.mundobvg.com)
- [www.supercias.gov.ec](http://www.supercias.gov.ec)
- [www.superban.gov.ec](http://www.superban.gov.ec)
- [www.eluniverso.com](http://www.eluniverso.com)

