

# **Universidad de las Américas**

**Facultad de Economía y Administración**

## **Análisis del Mercado de valores y cuentas de inversión en el Ecuador período 2002 - 2003**

**Trabajo de titulación presentado en conformidad a los requisitos  
para obtener el título de  
Ingeniero Comercial con Mención en Economía y Finanzas.**

**Profesor Guía: Santiago Pérez**

**Autor: Eduardo Morán**

**Año de Presentación: 2003**

## Agradecimientos

Agradezco a mi papá, por el soporte prestado no solo durante el trabajo si no en todas las decisiones tomadas durante mi vida.

A mi Director de Tesis, Santiago Pérez, quien me ayudó a esquematizar la idea de una manera sencilla.

José Mantilla, quien me dio la oportunidad de trabajar y descubrir las primeras ideas sobre mercado de valores.

Existieron personas que brindaron su tiempo y observaciones, así como instrucción en el tema del cual surgió el documento: Sonia Alvarado, Mónica de Anderson, Ximena Cano, Sonia Chiliusa, Francisco Vizcaíno, Alfonso Vela, Eddie Guererro, Ian Nermelco, Pablo de la Torre, Rodrigo Gangotena, Washington Toasa.

A los directores de las Casas de Valores, quienes hicieron posible el tener una idea de las perspectivas del sector: Juan Acosta, Xavier Landázuri, Ing. Enrique Valencia, Ing. Patricio Moreano, Ing. Cristian Romero, José Simo, Ana Luisa Vélez.

### **Dedicatoria**

*A los: líderes de opinión, técnicos, economistas, empresarios, abogados y analistas.*

*A ellos, para que descubran la importancia del Mercado de Valores, y prioricen a las Bolsas de Valores como instituciones trascendentales para el desarrollo del país. Ayudando a formar y crear claras expectativas en el largo plazo, mediante proyectos de desarrollo e inversión que tanto necesita nuestro país.*

## ÍNDICE

CARÁTULA	i
AGRADECIMIENTOS	ii
DEDICATORIA	iii
ÍNDICE	iv
RESUMEN EJECUTIVO	v
INTRODUCCIÓN	vi
<b>CAPÍTULO I PLANTEAMIENTOS DE HIPÓTESIS Y OBJETIVOS</b>	
1.1 Planteamientos de Hipótesis	1
1.2 Objetivos Generales y Específicos de la Investigación	2
1.3 Justificación Teórica	3
1.4 Fuentes y análisis empleados	5
<b>CAPÍTULO II ECONOMÍA, FINANZAS Y MERCADOS FINANCIEROS</b>	
2.1 Antecedentes	5
2.2 Sistema financiero Mundial	7
2.3 El Sistema Financiero Ecuatoriano y el Mercado de Capitales	8
2.4 Situación actual	10
<b>CAPÍTULO III LA DEMANDA Y OFERTA DE TÍTULOS VALORES</b>	
3.1 Demanda Potencial	11
3.1.1 El IESS (Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social)	13



3.1.2 Fondos de inversión ( Sectores de Inversión)	14
3.1.3 Aseguradoras, seguros	16
3.1.4 Inversión Extranjera	16
3.1.5 Demanda Potencial	17
<b>3.2 OFERTA PÚBLICA O EMISIÓN DE TÍTULOS VALORES</b>	
3.2.1 Oferta del Estado	17
3.2.2 Oferta Privada	18
<b>CAPÍTULO IV ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES</b>	
4.1 Instituciones de Control	23
4.2 Bolsas de Valores	23
4.3 Las Casas de Valores	24
4.3 Calificadoras de Riesgo	24
4.4 Auditores	25
4.5 Administradoras de Fondos y Fideicomisos	25
4.5.1 Fondos de inversión	26
4.6 Depósitos de Valores	26

## **CAPÍTULO V EL PRODUCTO O LOS TÍTULOS VALORES**

<b>5 Que es un título valor</b>	<b>27</b>
<b>5.1 Financiamientos mediante procesos de emisión</b>	<b>28</b>
<b>5.1.2 Las acciones</b>	<b>28</b>
<b>5.1.3 Las obligaciones</b>	<b>28</b>
<b>5.1.4 Titularización</b>	<b>29</b>
<b>5.2 Los Bonos del Estado</b>	<b>29</b>
<b>5.3 Características de un título valor</b>	<b>29</b>
<b>5.3.1 Riesgo</b>	<b>29</b>
<b>5.3.2 Cuantificación del Riesgo</b>	<b>31</b>
<b>5.3.3 Rendimiento</b>	<b>35</b>
<b>5.4 Plazo</b>	<b>36</b>
<b>5.5 El Producto Perfecto</b>	<b>37</b>

## **CAPÍTULO VI EL PROCESO DE EMISIÓN DE TÍTULOS VALORES**

<b>6.1 Etapas de la emisión de títulos valores</b>	<b>38</b>
<b>6.2 Costos del proceso de emisión de títulos</b>	<b>39</b>

## **CAPITULO VII Macro entorno ANÁLISIS DEL MERCADO DE VALORES**

<b>7.1 Análisis del Macro entorno.</b>	<b>47</b>
<b>7.2 Rentabilidad y riesgo ponderado</b>	<b>48</b>
<b>7.3 Las Tasas de interés, en el Ecuador y en el ámbito internacional</b>	<b>49</b>

7.4 El Riesgo País	51
7.5 Ahorro inversión y la tasa de interés	52
7.6 Los índices de los mercados de valores	54
7.7 Efectos multiplicadores	55
7.8 La Demanda del mercado de valores	57
<b>CAPÍTULO VIII</b>	
7.1 CONCLUSIONES	59
7.2 RECOMENDACIONES	62
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	
ANEXO 1	Encuesta a las Casas de Valores
ANEXO 2	Explicación de los datos de sobre oferta

## RESUMEN EJECUTIVO

El documento que se presenta a continuación constituye un análisis de la situación actual del mercado de valores del Ecuador, pero especialmente el de Quito, análisis que se basó en información secundaria proveniente de las bases de datos de las Superintendencias de Compañías y Bancos, Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito, etc., y de una información primaria lograda en base a entrevistas con los principales ejecutivos del sector.

En los capítulos primero y segundo se da a conocer el alcance del trabajo y se presentan las principales características de los sistemas financiero y bancario del país. Se muestra el crecimiento de los depósitos antes de la crisis bancaria del 99, y se muestra el retorno de las posibilidades de inversión en fondos que podrían dirigirse hacia la satisfacción de las necesidades financieras de proyectos de inversión, en los que las bolsas de valores podrían jugar un papel preponderante.

En el capítulo tres se muestra la estructura del mercado de valores del país, la historia de su implantación, los organismos de control y sus roles, tales como los de la Superintendencia de Compañías, el Consejo Nacional de Valores, y en general el entorno legal. Se describe a la actividad bursátil y sus principales actores como son: las casas de valores, las calificadoras de riesgo, y los agentes del mercado de valores.

En el capítulo cuarto se muestran las principales fuentes de potenciales recursos financieros, su composición y el rol que podrían jugar en la provisión financiera al mercado de valores. Las ventajas del traslado de las inversiones del sistema bancario al bursátil, recordando que aún al presente, el riesgo de mantener fondos en el sistema bancario es alto.

En lo que corresponde a la oferta, se cuantifica los fondos provenientes de entidades como el IESS y compañías de seguros privadas que llegan en conjunto a 629.890.937 millones de dólares.

En lo referente a la posible demanda de inversiones a través de la emisión de títulos valores, se cuantifica el número de empresas que estarían en capacidad de hacerlo, y se establecieron sus características en cuanto a volúmenes de ventas y activos. Se tomó del reporte del 2002 de la Superintendencia de Compañías una base de datos de 30271 compañías y se encontró que 4733 podrían estar en capacidad de entrar a cotizar en las Bolsas de Valores. Se encontró que en la bolsa de Quito, se cotizan títulos valores aproximadamente de 60 empresas de las cuales 28 se encuentran activas, lo que representa un porcentaje ínfimo del total potencial.

En el capítulo cinco se detalla la naturaleza y las principales características de los títulos valores y de los productos bursátiles más importantes, y se explica la importancia de las variables: tiempo, plazo y rendimiento, definiendo el riesgo. Aquí se muestran los resultados provenientes de entrevistas con los principales ejecutivos del sector bursátil, lo que permitió tener una idea clara de los costos y tiempos, que existen desde la preparación hasta el mercadeo de una emisión, así como, las características de los procesos de emisión y, especialmente, las dificultades que se presentan en el mismo.

En el capítulo sexto se analiza exhaustivamente el concepto de riesgo, así como el rol y características de las calificadoras. La información se obtuvo en base a entrevistas con los ejecutivos de las mismas. De igual forma, se muestra como es el proceso de calificación y las principales variables que se toman en cuenta para la calificación de una emisión de títulos valores, especialmente de obligaciones empresariales.

En el capítulo siete se muestra como el macro entorno influye en las variables de rentabilidad y riesgo. Se comparan las tasas de interés nacionales con las internacionales y las razones para las diferencias. Se definen y analizan los indicadores del mercado de valores, se muestra su evolución y se dan las razones para su declive y estancamiento actual.

En la última parte se presentan las conclusiones y recomendaciones que el autor cree podrían dinamizar al sector demandante de inversiones y al sistema bursátil, entre las cuales se describe:

El sistema bancario no constituye, en la actualidad, una alternativa económica para los depositantes ahorristas, ya que la tasa pasiva que reciben es menor que la inflación.

Los costos de emisión son altos y los montos de emisión mínimos; considerados por las casas de valores son de un millón de dólares. El total de los costos de un 2% de la emisión, constituye un gran limitante para empresas medianas que quieran incursionar en el mercado bursátil para su financiamiento.

El conocimiento e información que tienen los posibles oferentes y los demandantes de los títulos valores acerca del mercado bursátil y sus productos, es muy limitada, siendo aún mayor el desconocimiento por parte del público en general. Por lo que se recomienda realizar una fuerte campaña de información, con el fin de crear un posicionamiento de lo que representa el mercado bursátil en los sectores potenciales de oferta y demanda de títulos valores.

Las casas de valores deberían crear opciones que permitan acceder a los procesos de emisión a empresas medianas o grupos de empresas pequeñas.

Crear sistemas de mercadeo ágiles y comprensibles para títulos valores, mediante campañas de información, con el fin de concientizar a todos los sectores y especialmente al productivo y al de los ahorristas con el fin de potenciar el funcionamiento del sector bursátil.

Se podrían decretar una ley que obligue a que todo préstamo superior al millón de dólares tenga que hacerse a través del mercado de valores. Para esto un banco emite los papeles y podría al mismo tiempo comprarlos.

## Introducción

En el presente trabajo se analizan las principales variables que influyen y definen el comportamiento del mercado de inversión. Se realiza un análisis del mercado financiero bancario y el de valores. Esto permite visualizar los principales cambios que serían necesarios en la estructura financiera y económica del Ecuador, con el fin de visualizar la implementación de proyectos de inversión, especialmente en el sector productivo, encaminados hacia el mercado de valores.

Se analizan rubros tales como: el ahorro, transferencias nacionales, internacionales y medios de financiamiento que podrían viabilizar proyectos a través de las Bolsas de Valores. La implementación de un considerable número de estos permitiría aumentar la producción de bienes y servicios para con ello constituir un factor positivo en el mejoramiento de la economía del país.

El estudio se concentra en un análisis de la estructura actual del mercado de valores y de los procesos de emisión de los títulos valores, lo que permite estimar cuánto podría aumentar la inversión, si se dinamizaría el mercado de valores en la economía ecuatoriana. Para esto, se plantean objetivos generales y específicos con el fin de cuantificar el aporte de los diferentes agentes económicos para desarrollo del sector bursátil.

Cabe destacar que pese a la complejidad del tema, se ha tratado de establecer un esquema de análisis que permita comprender fácilmente la realidad de los mercados financieros y de valores, para así, plantear alternativas para la mejora de sus estructuras técnicas y de gestión, lo que se traduciría en un mejor y más eficiente funcionamiento del mercado de valores, brindando, de esta manera, mejores y más convenientes fuentes de financiamiento.

## CAPÍTULO I

## Desarrollo del Análisis.

El crecimiento económico está determinado en gran parte por la inversión, siendo la principal fuente el ahorro nacional, además de recursos internacionales provenientes de organismos multilaterales, bilaterales y privados.

Si se aspira a que en el Ecuador exista un crecimiento económico vigoroso, la inversión productiva debe aumentar, pero para que ésto ocurra, el mercado de títulos valores deberá crecer e incrementar su importancia.

En el siguiente trabajo se analiza el mercado ecuatoriano de capitales con el objeto de establecer las necesidades de los inversionistas, emisores y de los diferentes actores del sector, con el fin de encontrar elementos que puedan convertirlo en un elemento dinamizador del sector productivo y de la economía del país.

*El análisis pretende determinar cuál es la situación real del mercado de valores principalmente en Quito, ya que éste constituye el principal medio a través del cual se podría convertir el ahorro nacional en inversión, o atraer la inversión extranjera, siempre y cuando logre funcionar como un buen centro de operaciones bursátiles.*

### 1.1 PLANTEAMIENTO DE LA HIPÓTESIS

- *La primera hipótesis es la que empresas ecuatorianas no consideran el mercado de valores como una fuente de financiamiento viable y conveniente.*
- *El mercado de valores no cumple su función como un intermediario del ahorro y la inversión.*
- *El desarrollo del mercado de valores podría ayudar al fortalecimiento del sector productivo nacional.*



## 1.2 Planteamiento de Objetivos

### Objetivos Generales

- Analizar cómo se podría mejorar el mercado financiero de capitales, a través del incremento de entidades emisoras de títulos valores.
- Cuantificar y calificar las deficiencias y las ventajas del mercado de valores actual.
- Determinar, de forma general, la incidencia que tendría para el país la canalización del total de posibles cuentas de ahorro nacional hacia el mercado de capitales.

### Objetivos Específicos

- Analizar la estructura del proceso de emisión de títulos valores, realizando la cuantificación de los costos, tanto técnicos como legales del mismo.
- Tener una evaluación aproximada de la demanda potencial de recursos financieros de títulos del mercado de valores, mediante la cuantificación del número de empresas que posean las características necesarias (financieras, administrativas, legales, etc.) que las hagan aptas para intervenir en el mercado de valores para su financiamiento.
- Establecer de forma general los impactos positivos que podrían producir en la economía ecuatoriana un crecimiento del mercado de títulos valores.
- Tener una apreciación del impacto económico del crecimiento del mercado de valores en el ahorro y la inversión.

### 1.3 Justificación teórica

La investigación propuesta utiliza los conceptos básicos de economía y finanzas. Se establecen los posibles factores que podrían tener influencia para dinamizar el sector bursátil, tomando en cuenta como variables dependientes de la inversión: la rentabilidad, el riesgo y el plazo de los principales títulos valores que podrían emitirse en el país.

De igual forma se realizará un análisis de las cuentas nacionales, principalmente de los rubros de inversión y ahorro en relación con el PIB, los que tienen gran influencia en el crecimiento económico nacional y que dependen de: la tasa de interés, la inflación, y la relación del mercado financiero con la economía ecuatoriana.

### 1.5 Fuentes y análisis empleados

En este trabajo se recoge información sobre las necesidades y características que tienen los distintos actores involucrados en el mercado de valores. Se establecen las deficiencias percibidas por ejecutivos influyentes del sector, realizadas a través de entrevistas estructuradas y no estructuradas, así como, con representantes idóneos de las entidades más representativas del mismo.

Esto servirá para identificar las oportunidades de mejoramiento que varios directores de casas de valores consideran posibles de implementar en el sector bursátil, especialmente de Quito.

El levantamiento de datos se realizó a partir de estadísticas disponibles en: La Bolsa de Valores de Quito, La Superintendencia de Compañías, La Superintendencia de Bancos, Banco Central del Ecuador y otras entidades representativas que se las identifica a lo largo del trabajo.

## Tipos de Análisis a Utilizarse.

**Enfoque Cualitativo.-** Mediante entrevistas con varios presidentes, directores y gerentes de casas de valores, autoridades de la Bolsa de Valores de Quito, calificadoras de riesgo y otros asesores financieros.

**Enfoque Cuantitativo.-** Se realizó mediante el análisis, el tratamiento de datos y estadísticas a través de la recolección de información de las distintas instituciones involucradas en el sector financiero.

### Fuentes de información primaria:

Entrevistas estructuradas a directores de:

Casas de Valores, Directivos de la Bolsa de Valores, Directivos de la Superintendencia de Compañías, Calificadoras de Riesgo, Fondos de inversión tanto privados como públicos.

### Fuentes de información Secundaria:

Provenientes de estadísticas y datos recopilados y procesados por Instituciones tales como: la Bolsa de Valores de Quito, la Superintendencia de Compañías, la Superintendencia de Bancos, el Banco Central del Ecuador, CEPAL.

### Alcance

Con el trabajo de campo se cubrió Quito, con lo que se tiene una representatividad muy alta, debido a que en esta ciudad se localizan la gran mayoría de oficinas principales de actores financieros y sucursales de empresas importantes del sector.

## CAPÍTULO II

### Antecedentes

A lo largo del tiempo, y a medida que las economías crecen, surgen mercados más sofisticados que se convierten en medios alternativos de inversión financiera. Uno de estos es el mercado de "títulos valores".

El mercado financiero conformado por bancos y bolsas de valores, convierte el ahorro en inversión, la que se transforma en producción y en crecimiento económico.

En el Ecuador, este mercado no ha tenido un crecimiento sostenido y se podría decir que esta estancado. Las posibilidades para su desarrollo, por lo tanto, son bastante interesantes, por lo que posibles inversionistas podrían encontrar productos de inversión a través de empresas que emitan títulos valores.

La banca llegó a tener un crecimiento vigoroso y en algunos casos explosivo a partir de 1994, hasta su colapso marcado por la crisis bancaria del 1998/99, que generó gran desconfianza hacia todo el sector financiero de parte de ahorristas, empresarios no vinculados y el público en general, etc. En muchos casos los agentes económicos, especialmente los individuos, no encontraron una alternativa adecuada para invertir, lo que les obligó a transformar su posible ahorro en consumo.

El proceso de dolarización, que hizo desaparecer los procesos de devaluación de la moneda nacional y la pérdida constante de poder adquisitivo de los ingresos, especialmente de asalariados con sueldos fijos, ha permitido un retorno de la confianza del público en el sistema financiero. Los depósitos bancarios han aumentado significativamente en los tres últimos años. El nivel de captaciones ha aumentado de forma considerable. Así, en marzo del 2001, el total de depósitos fue de 4508,5 millones de dólares, mientras que en marzo del 2003 estos llegaron a 6099,4 millones de dólares<sup>1</sup>, es decir un aumento de más de un 35%,

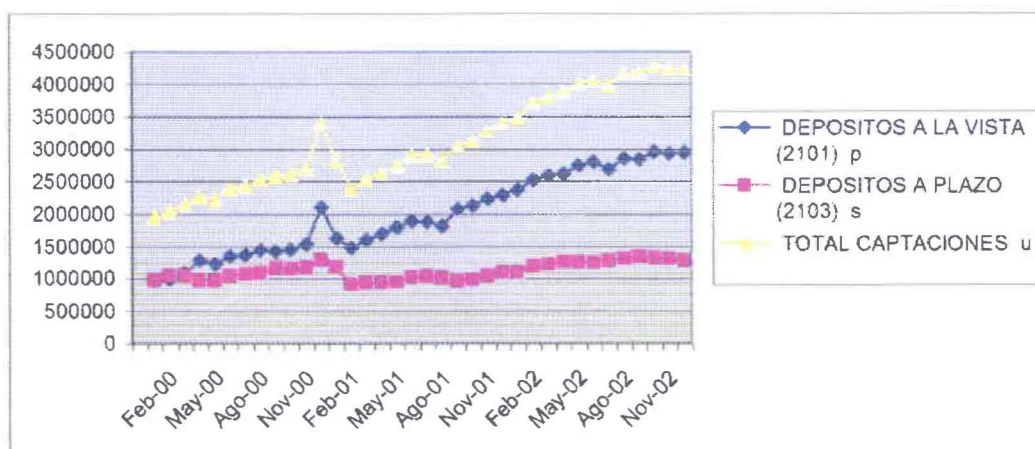
---

<sup>1</sup> Cifras del *panorama financiero 2002*, archivos del Banco Central del Ecuador

a pesar de ésto, sólo 1.327 millones fueron a mediano y largo plazo en el 2001 y 1.924 millones en marzo del 2003, siendo estos últimos los que constituyen fuentes de financiamiento para el sector productivo debido al plazo.

El gráfico 1 representa como los depósitos a plazo no han tenido un verdadero crecimiento desde febrero del año 2000 hasta noviembre de este año.

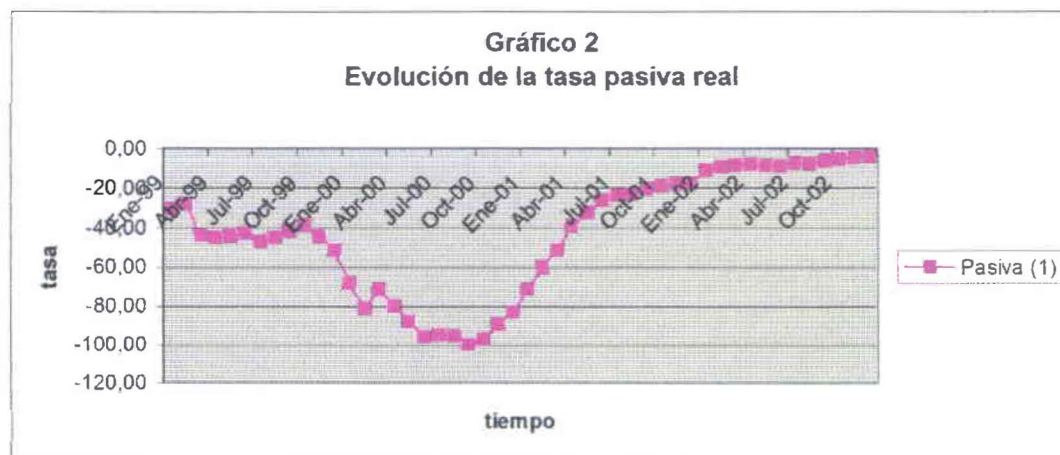
Gráfico 1



Fuente: Boletines Financieros y Sistema de Administración de Balances (SAB).  
Elaboración: Dirección Nacional de Estudios y Estadísticas / Dirección de Estadística  
MRZ Gráfico Elaboración: Eduardo Moran

Hay que recordar que el nivel de inflación era mayor que la rentabilidad otorgada a los ahorristas por alguno bancos, a través de la tasa pasiva, la cual en octubre de 1999 fue de -44.2% disminuyendo en septiembre del 2002 a -6.2%, la que ha sido negativa sostenidamente, sin embargo en menor grado en los últimos años. El gráfico 2 muestra la tasa pasiva real desde mayo de 1999 hasta aproximadamente septiembre del 2002.

Gráfico 2  
Evolución de la tasa pasiva real



Nota: (\*) Para el cálculo del Spread se tomaron los valores absolutos de las tasas activas y pasivas.  
Fuente: Página Web del Banco Central del Ecuador / Bancos Privados  
Elaboración: Dirección Nacional de Estudios y Estadísticas / Dirección de Estadística  
MRZ Elaboración: Eduardo Moran



En períodos de alta inflación, desde cualquier punto de vista el mantener los ahorros en un banco es un mal negocio, debido a la pérdida del poder adquisitivo del dinero.

En contraste con esta alternativa tan poco rentable, el mercado de títulos valores podría brindar a los inversionistas una rentabilidad mayor a la de la tasa pasiva de un banco, pero, más que tasa, el mercado de valores puede hacer que los préstamos se realicen a un plazo mayor, esto haría que el valor de las cuotas de pago de un préstamos sean mucho menores.

También se podría poner a disposición de los empresarios recursos financieros en mejores condiciones al ofrecer en el mercado de finanzas diferentes clases de títulos valores, en cuanto a plazo e interés que los que ofrece el sector bancario. Obviamente, todo esto estaría siempre sujeto al monto, riesgo y plazo de la emisión. A pesar de estas características favorables del mercado de valores, éste no ha evolucionado como un medio adecuado y conveniente de financiamiento empresarial.

## 2.2 El Sistema Financiero Mundial

Los mercados financieros se dividen en dos tipos: el *mercado del dinero* y, el *mercado de capitales*.

En el *mercado de dinero* circulan divisas de distintos países facilitando el comercio mundial. El valor de estas divisas se determina mediante la oferta y demanda, de acuerdo a los niveles de comercio entre países.

En el *mercado de capitales* circula deuda a largo plazo (con un vencimiento de más de un año) y los instrumentos de capital contable.<sup>2</sup> Aquí se encuentran los bonos, acciones, y demás tipos de títulos valores. Instrumentos mediante los cuales las empresas obtienen recursos financieros, mientras que los inversionistas buscan rendimientos sobre su inversión, dependiendo del riesgo y la duración del plazo de redención de estos títulos valores.

---

<sup>2</sup> Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe "Finanzas Corporativas" Quinta Edición

Las Bolsas de Valores son las instituciones encargadas de facilitar la negociación de títulos valores. Han existido formalmente desde hace algunos siglos atrás en Europa y en los Estados Unidos. Las grandes empresas y corporaciones han cotizado en estos mercados desde sus inicios. Empresas como Ford, Dupont, etc., han encontrado en el mercado de valores un medio de obtener financiamiento para la expansión de sus operaciones. Medios que pueden encontrar muchas mejores condiciones en cuanto a montos de financiamiento, plazo e interés de los pagos.

En la actualidad, la importancia de las bolsas de valores como intermediarios financieros de carácter nacional e internacional aumenta día a día. La banca y el mercado de valores se complementan diferenciando el largo y corto plazo. En cuanto al largo, las bolsas son las que hacen posible esto mediante la existencia de acciones, obligaciones, bonos, etc., en el caso de productos a largo plazo. Mientras que la banca comercial se puede encargar de préstamos de consumos a períodos relativamente cortos de plazo en cuanto al pago.

### 2.3 El Sistema Financiero Ecuatoriano y el Mercado de Capitales

En el Ecuador, el sistema se inicia con los primeros bancos creados en el siglo XIX, los que siguieron el ritmo del crecimiento económico del país. Encargándose algunos de estos de la emisión de moneda antes de la formación del Banco Central de Ecuador. Mientras que las Bolsas de Valores son de reciente creación y su desarrollo ha sido muy limitado.

Las Bolsas de Valores nacen en el Ecuador con la creación de la Bolsa de Comercio, dentro de las disposiciones del Código de Comercio de 1906. En 1935 se establece en Guayaquil la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A. Duró unos pocos meses, desde mayo a junio de 1936. Treinta años más tarde, en 1965, se crean la Comisión de Valores y la Corporación Financiera Nacional para apoyar el desarrollo de la industria y la creación de las Bolsas de Valores.

En 1969, la Comisión Legislativa Permanente faculta a la Superintendencia de Compañías, previa la autorización del Presidente de la República, el

establecimiento de Bolsas de Valores como Compañías Anónimas<sup>3</sup>. En julio del mismo año se ratifica la disposición estableciéndose las Bolsas de Valores en las ciudades de Quito y Guayaquil.

Tras algunos años de funcionamiento, el 26 de Mayo de 1993, se expide la primera Ley de Mercado de Valores. De acuerdo a esta Ley, se establece la creación del Consejo Nacional de Valores (CNV), órgano que regulará y establecerá una política general del mercado de valores.

Desde entonces, según la ley del mercado de valores, dicho Consejo está integrado por siete miembros: cuatro del sector público y tres del sector privado. El CNV esta presidido por el Superintendente de Compañías, en su calidad de presidente, los demás miembros del sector público son: el Superintendente de Bancos, el Presidente de la Junta Monetaria y el Ministro de Finanzas. Los miembros del sector privado son: un representante de las Bolsas de Valores, uno por las administradoras de fondos y uno por los emisores inscritos en el registro del mercado de valores.

La Superintendencia de Compañías administra la Ley de Mercado de Valores y sus funciones básicas son: ejecutar la política general del mercado de valores dictadas por el CNV; inspeccionar en cualquier momento a las compañías, y demás personas y entidades que intervengan en el mercado de valores; Investigar las denuncias e infracciones a la Ley de Mercado de Valores; sus reglamentos y regulaciones de las instituciones reguladas por esta Ley; requerir y suministrar la información referente a la actividad de las personas naturales o jurídicas bajo su control; Conocer y sancionar las infracciones, resoluciones y demás normas secundarias. <sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Historia legal , Superintendencia de Compañías [www.supercias.com.ec](http://www.supercias.com.ec)

<sup>4</sup> Ley del mercado de valores



## 2.4 Situación actual

Muy pocas empresas han acudido al mercado de valores como fuente de financiamiento mediante la emisión de acciones, obligaciones u otra clase de títulos valores.

En la Bolsa de Valores de Quito, apenas han cotizado 215 instituciones, de las cuales 73 han sido bancos o instituciones relacionadas con los mismos<sup>5</sup>. Actualmente se encuentran en la Bolsa de Valores de Quito títulos valores de 28 empresas activas<sup>6</sup>.

En el país existen cerca de 30268 empresas constituidas<sup>7</sup>, es decir, no cotizan ni el 0.1% del total de empresas.

Como mercado financiero complementario y alternativo al sistema bancario, muchas personas e instituciones podrían invertir parte de su ahorro en diferentes clases de títulos valores, para obtener una rentabilidad más alta que la tasa pasiva de cualquier banco, tomando siempre en cuenta el riesgo que implica este tipo de inversión.

---

5 Corporación Civil Bolsa de Valores de Quito. [www.ccbvq.com](http://www.ccbvq.com) feb 2003

6 Corporación Civil Bolsa de Valores de Quito. [www.ccbvq.com](http://www.ccbvq.com) feb 2003

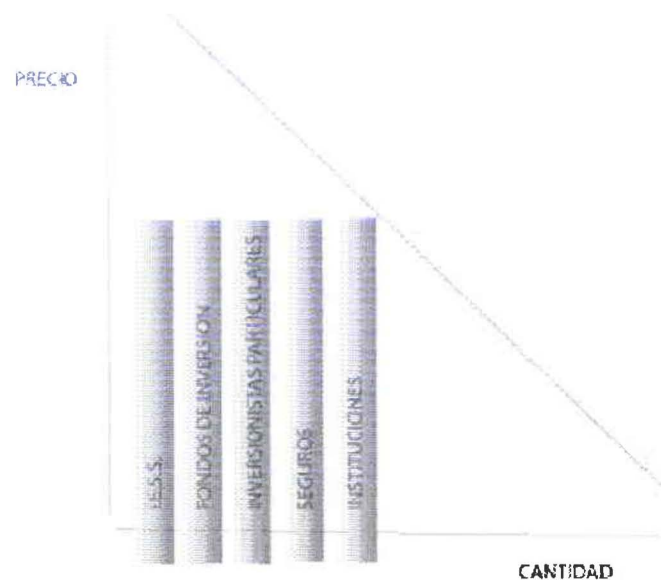
7 Superintendencia de Compañías. [www.supercias.gov.ec](http://www.supercias.gov.ec)

## LA DEMANDA Y OFERTA DE TÍTULOS VALORES

### 3.1 LA DEMANDA POTENCIAL

Una considerable parte de la demanda potencial de títulos dentro del mercado nacional de valores se sustenta en los depósitos que poseen instituciones tales como: aseguradoras, fondos de jubilación y de salud privados y públicos (IESS), instituciones particulares, inversionistas privados y fondos de inversión, ver gráfico 1. Estos agentes compran títulos valores principalmente con el propósito de obtener una rentabilidad.

Gráfico 1

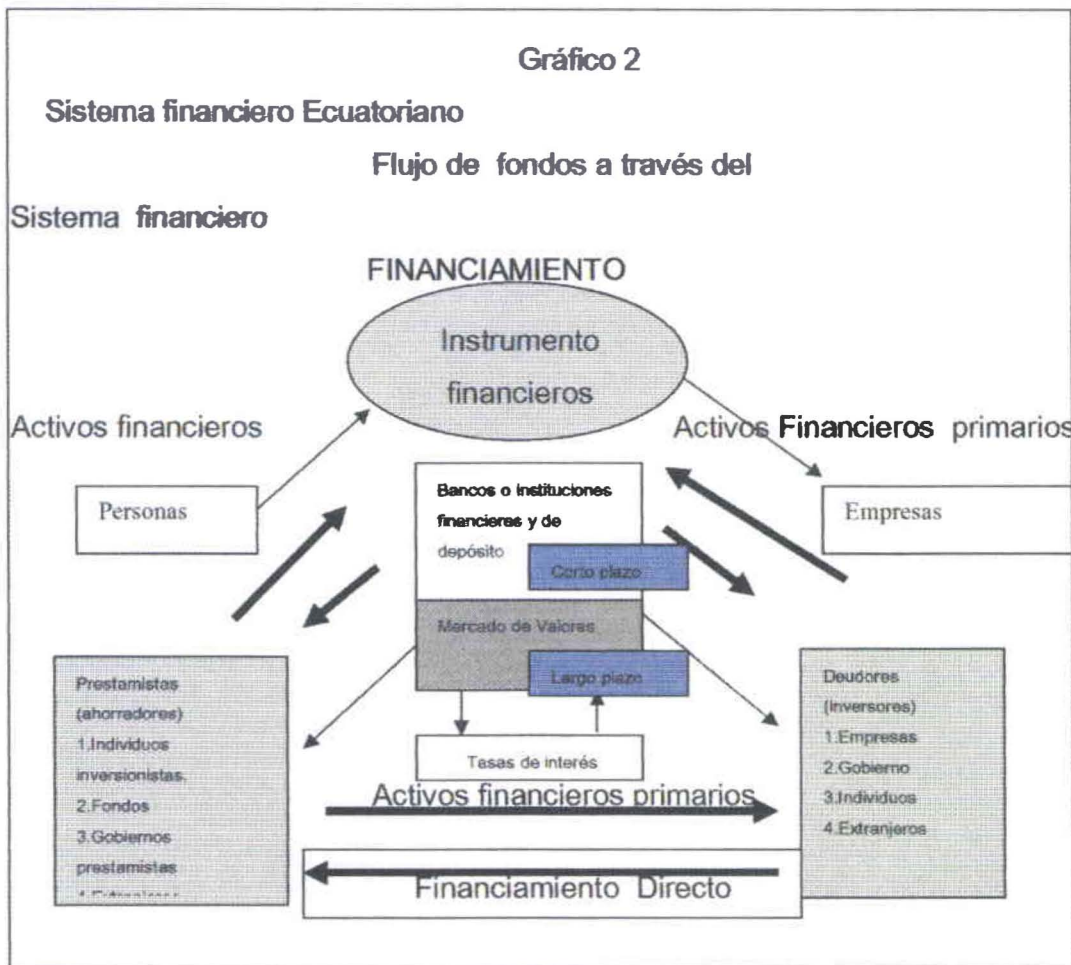


Estos recursos generalmente permanecen en las distintas instituciones por períodos establecidos<sup>9</sup>, aumentan su valor de sus depósitos mediante la compra de inversiones realizadas con la compra de títulos valores. Estos títulos o inversiones ofrecerán ciertos grados de rentabilidad a un plazo.

Los recursos depositados en las diferentes instituciones financieras pagan un interés, por lo que estos tendrán que ser invertidos a niveles de interés más altos que los ofrecidos a los depositantes, lo cual sería posible a través de la compra de títulos valores.

<sup>9</sup> La mayoría de instituciones financieras calculan en la estacionalidad de los recursos captados.

El Gráfico 2 describe el papel de los títulos a través del Mercado de valores<sup>10</sup>



A continuación se describen más detalladamente las instituciones dentro del país que deberían conformar la demanda potencial del mercado de valores:

<sup>10</sup> Gráfico del libro *Moneda y Banca* modificado para efectos de insertar el mercado de valores.

### 3.1.1 El IESS (Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social)

El IESS posee una cartera de inversiones de:

Tabla 1

<b>Capacidad de Inversión financiera del IESS en dólares</b>		
<b>INVERSIÓN</b>	<b>MONTO</b>	<b>PORCENTAJE</b>
Sector Público Renta Fija	468'016.044	43.28%
Sector Privado Financiero	50'304.461	4.65%
Sector Privado No Financiero	6'706.364	0.62%
Renta Variable	65'755.164	6.08%
Depósito en el BCE	319'669.263	29.56%
Créditos a afiliados	170'506.710	15.77%
Fondo Cuenta de Menores	473.000	0.04%
<b>TOTAL</b>	<b>1.081'431.006</b>	<b>100%</b>
<b>INVERSIONES INMOBILIARIAS</b>		
Inmuebles de uso institucional	193'363.890	
Inmuebles sujetos a venta	204'457.103	
<b>TOTAL</b>	<b>397'820.993</b>	

Fuente : Revista Gestión (Marzo 2003)

La tabla 1 describe el balance a marzo del 2003, dentro de éste se puede conocer la gran capacidad de inversión del IESS. La ley de seguridad social obliga a que cada ecuatoriano empleado formalmente y su empleador, aporten mensualmente a esta institución un porcentaje del salario devengado por el trabajador. El IESS está obligado a invertir los recursos ingresados de manera de obtener una rentabilidad que le permita también ofrecer a sus afiliados una buena prestación de servicios adecuada. Se puede apreciar que en la Tabla 1 existen 319'669.263 millones de dólares depositados por el IESS en el Banco Central, recursos por los que actualmente el IESS no recibe ningún interés.

En el Ecuador, estos fondos son administrados por el IESS (Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social), son invertidos de manera limitada al existir muy pocas empresas que cotizan en bolsa, a lo cual hay que aumentar la limitación de la ley que rige la seguridad social, la cual restringe las inversiones a montos de compra



de porcentajes máximos de 25 a 30% de la emisión realizada por una empresa<sup>11</sup>, dependiendo el grado de riesgo de los títulos. Cabe recalcar que la rentabilidad y riesgo no permiten que se invierta en cualquier tipo de papel, por lo cual una gran parte de estas inversiones se la realiza mediante la compra papeles de deuda del estado ecuatoriano, los cuales, se supone, no poseen riesgo.

### 3.1.2 Fondos de inversión

Son instituciones controladas por la Superintendencia de Compañías, su objeto social según la ley está limitado a: administrar fondos de inversión, administrar negocios fiduciaros, actuar como emisores en Procesos de Titularización. Y representar Fondos Internacionales de Inversión.

En el Ecuador existen 53 fondos de inversión legalizados en la Superintendencia de Compañías. Están obligados a presentar balances mensualmente. La mayoría de las inversiones se registran en la cuenta del activo. El total del Activo de todos los fondos constituidos y registrados en la Superintendencia fue de 310,033.801 millones de dólares al 12 marzo del 2003.

Según A. Núñez, Presidenta de la Asociación de Fondos de Inversión, gran parte de los fondos invierten en papeles del estado.

“En parte la concentración de las inversiones se centra en papeles del Estado, en parte es producto de la Reprogramación de la Deuda por parte del Estado, el cual obligó a las Administradoras de Fondos a tomar documentos. Sin embargo, hay que destacar que la tasa de interés que pagan los Bonos del Estado resulta atractiva para los fondos de inversión, pues permite mantener una rentabilidad adecuada, dice Núñez”.<sup>13</sup>

Antes de la crisis financiera existieron fondos privados como, Visión y Capital del Banco Popular, que llegaron a más de 834 millones de dólares<sup>14</sup> de Inversionistas tanto individuales como institucionales.

---

11 Según la Ley del IESS reglamento de inversión en el Sector Privado

12 Para la obtención de estos datos se utilizó la suma de la cuenta activo del total de los datos registrados en los balances que se encontraron dentro de la superintendencia de compañías.

13 Tomado del Periódico El Financiero, del 16 de mayo de 2003.

14 Según el artículo del diario Hoy del 5 de noviembre, se expresa que los depositantes podrían recuperar solo el 41% del valor depositado. Cerca de 9000 clientes tenían un valor promedio de 38000 por depositante. Por ende, se puede deducir que el fondo tuvo un valor mayor a  $9000 \times 38000 / 0.41 = 834000$  millones de dólares.

En varios países donde el mercado de valores está más desarrollado, para las cuentas de inversión es el depositante quien escoge el plazo para que su dinero quede depositado, de esta forma estos recursos pueden ser destinados a la compra de acciones, bonos u obligaciones (títulos valores) que permiten a las empresas emisoras contar con la liquidez necesaria para aumentar su producción, diversifiquen sus productos y ser competitivas.

En el Ecuador el patrimonio de los fondos de inversión en el periodo desde 1994 a 1997, es decir, antes de la crisis bancaria, creció de 76,7 a 510 millones de dólares. Los activos totales de los sistemas de fondos en el 2001 llegaron a 1547.6 millones de dólares,<sup>15</sup> debido a que los bancos sobrevivientes de la crisis crearon un sistema de fondos para situar sus activos, en vez de otorgar nuevas líneas de crédito. Estos fondos según la ley de mercado de valores constituyen un patrimonio autónomo, lo que hace que los bancos tengan una gran preferencia por este mecanismo.

Estados Unidos y Chile son países que han desarrollado estructuras de ahorro que se sustentan en una planificación de manera eficiente por parte de los inversionistas, lo que permite situar gran parte de los ahorros de la población en distintos fondos.

Este tipo de estructuras de inversión se crean cuando cada persona que trabaja, a partir de cierta edad, empieza a planificar su futuro destinando parte su de ingreso actual para obtener ingresos seguros en su época de retiro. Para esto se destina un porcentaje del sueldo. Los recursos son invertidos en lo que se denomina los Fondos de jubilación, éstas son compañías o instituciones especializadas en realizar inversiones en títulos valores de empresas o gobiernos dentro o fuera del país con el objeto de obtener la mayor rentabilidad al menor riesgo posible, dependiendo de la decisión del inversionista el nivel de riesgo que asuma al invertir en de un paquete títulos valores dados.

---

15 Superintendencia de Compañías, estados condensos de la base de datos.

### 3.1.3 Seguros

Otras de las instituciones que poseen recursos que necesitan ser invertidos son las compañías de seguros. La tabla 2 muestra en su estado condensado el total de los montos de inversiones de las compañías de seguros durante los últimos años.

Tabla 2

**EVOLUTIVO DEL ESTADO DE SITUACIÓN CONDENSADO**  
**Empresas de Seguros (dólares)**

CUENTAS	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02
<b>1 ACTIVO</b>				
<b>11 INVERSIONES</b>	<b>124.252</b>	<b>144.490</b>	<b>170.923</b>	<b>187.873</b>
1101 Financieras	105.360	114.475	128.017	140.440
1102 Caja y Bancos	5.130	6.876	10.667	13.357
1103 Activos Fijos	13.763	23.139	32.239	34.075

Cuadro condensado evolutivo del sistema de seguros. Superintendencia de Bancos.

### 3.1.4 Inversión extranjera

La inversión extranjera podría ser canalizada a través del mercado de valores. Los títulos valores ofrecidos por las empresas e instituciones nacionales tendrían que poseer características de riesgo, rentabilidad y plazo atractivos, para ser competitivos internacionalmente y adquiridos por inversionistas extranjeros.

La inversión extranjera directa en el 2001 ascendió a 1.330 millones de dólares, de acuerdo a cifras preliminares de la balanza de pagos publicada por el Banco Central del



Ecuador, acusando un incremento porcentual del 85% en relación con los 720 millones de dólares captados por este concepto en el año 2000. Sobre el total percibido en el 2001 por concepto de inversión extranjera directa, el 84% corresponde a la inversión realizada en el Oleoducto de Crudos Pesados.<sup>16</sup>

Según la ley de Promoción y garantía de Inversiones publicada en el registro oficial art. 252, toda inversión extranjera debidamente registrada gozará de las garantías de: libre transferencia al exterior de las utilidades netas que haya generado tal inversión registrada, en divisas libremente convertibles.

Por lo tanto, no existen restricciones al ingreso de divisas que puedan invertir en el país en el mercado de valores a través de la compra de cualquier clase de títulos inscritos en cualquiera de las Bolsas de Valores.

### 3.1.5 La Demanda Potencial total

Si se tomara en cuenta los rubros de las distintas instituciones mencionadas anteriormente, el total de inversiones:

<b>IESS</b>	<b>319.669.263</b>
Fondos de Inversión	310.033.801,0
Seguros	187.873,0
<b>Suma</b>	<b>629.890.937,0</b>

Estos montos se los ha tomado de los balances de las distintas instituciones. La intención al presentar estos valores es tener una dimensión de la cantidad de recursos que se podrían invertir en el mercado de valores.

## 3.2 OFERTA PÚBLICA O EMISIÓN DE TÍTULOS VALORES

La oferta pública de títulos valores está dada por la correspondiente a los sectores privados y estatales. Las distintas clases de títulos valores son vendidos por el estado o por emisores privados con el objetivo de obtener financiamiento, siendo adquiridos por inversionistas como los detallados anteriormente, además de inversionistas privados individuales o institucionales.

<sup>16</sup> Tomado del Resumen informativo, abril 2003. Superintendencia de Compañías.



### 3.2.1 Oferta del Estado

El Estado es el principal oferente tanto en mercados nacionales como en internacionales. Vendió títulos valores antes de que existieran las primeras Bolsas de Valores en el país. El primer ejemplo de este tipo de negociación se remonta a la emisión de los certificados de deuda soberana que fueron necesarios emitir para poder financiar las guerras de la independencia.

Actualmente gran parte de la deuda tanto externa como interna está en los mercados de valores, tanto nacionales como internacionales.

### 3.2.2 Oferta Privada

La oferta privada en el mercado de valores está determinada por el conjunto de instituciones privadas actualmente constituidas o en proceso de constitución bajo proyectos específicos de inversión. Muchas empresas poseen actualmente la capacidad de emitir títulos que pueden ser atractivos para el mercado de valores<sup>17</sup>.

Para dimensionar el tamaño de la oferta potencial, se tomó el total de empresas constituidas en el año 2002, para dejar las que tendrían más posibilidades de ingresar al mercado de títulos valores. Tomando en cuenta el total de sus ingresos, activos y pasivos, se presentan las siguientes cifras explicadas en el ANEXO 2.

En la ley de Mercado de Valores, se establece que para ser emisor una empresa deberá tener sus estados auditados. La ley de compañías exige que una empresa que factura más de \$50.000 dólares al año, debe poseer y presentar la contabilidad de sus estados financieros anualmente. Cuando éstos sobrepasan el millón de dólares, la ley exige que se los audite. Se utilizó la información de la base de datos de la Superintendencia para calcular y obtener la siguiente

---

<sup>17</sup> En los capítulos siguientes se indica la razón por la que solo podrían ingresar al mercado algunas empresas.

información: la tabla 5 describe un resumen de las principales estadísticas en cuanto a los niveles de ingresos. Lo cual podría dar una pauta de cuántas pueden emitir montos grandes de financiamiento en el mercado de valores

Tabla 5	
<i>Ingresos En dólares a Marzo del 2002</i>	
<b>Expresado en dólares</b>	
Media	1.936.338
Error típico	89.327
Mediana	291.427
Moda	60.000
Desviación estándar	10.205.626
Varianza de la muestra	104.154.805.651.147
Rango	399.717.480
Mínimo	50.011
Máximo	399.767.490
Suma	25.275.020.720
Cuenta	13.053
Nivel de confianza (95,0%)	175.095
Porcentaje con Respecto al total	42%
Cuadro Elaboración: Eduardo Morán	

El porcentaje total de empresas que poseen ingresos superiores a los 50.000 dólares es del 42%. El promedio total anual de ingresos de las empresas es de 192000 dólares. El estadístico de la mediana, indica ingresos de 291.000 US \$ anuales, es decir que el mayor peso está alrededor de estos ingresos. Dentro de la muestra escogida el ingreso más frecuente marcado por la moda indica que la mayoría de empresas dentro del rango escogido poseen ingresos aproximados de 60.000 dólares.

En base a estos datos se podría afirmar que al menos el 42% de las empresas inscritas en la Superintendencia de Compañías podrían entrar al mercado de títulos valores según lo estipulado por la ley del mercado de valores.

Con el fin conocer de forma práctica los mecanismos que deberían utilizar estas compañías, para entrar en el mercado de valores, se realizó una serie de entrevistas con los principales ejecutivos de 9 de las 16 casas de valores autorizadas e inscritas en la Bolsa de Valores Quito. Se les pidió indicar ¿cuál sería el monto mínimo que consideran económicamente viable y conveniente desde el punto de vista del mercado para hacer una emisión de títulos valores?

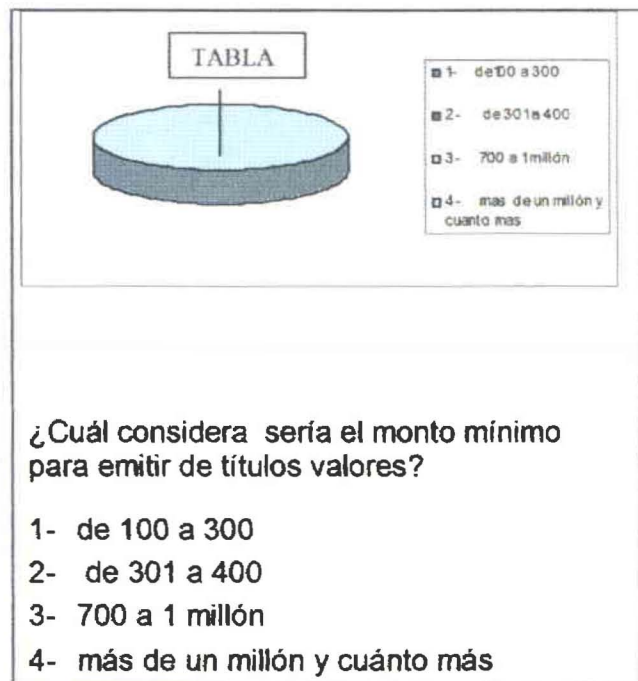
La siguiente pregunta permitió cuantificar esta apreciación.

Primera pregunta

Cuadro: Elaboración Eduardo Morán

Con los datos obtenidos se realizó la siguiente segmentación por ingresos de las 30744 empresas inscritas en la Superintendencia de Compañías en el año 2002.

Se asumió que si una empresa emite más de un millón de dólares pagaderos a varios años, los ingresos mínimos que deberían obtener serían 500.000 dólares, en cortos períodos de vencimiento.

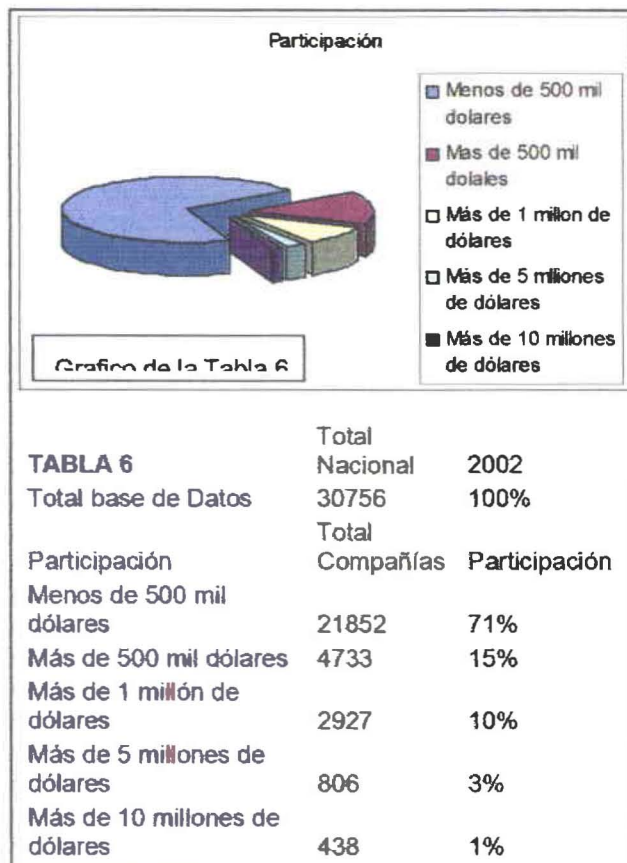


Elaboración cuadro: Autor

Por las razones anteriormente mencionadas se elaboró la Tabla 6 en la que se realizó una segmentación en cuanto a los ingresos del número total de empresas inscritas en la Superintendencia de Compañías en el 2002:

Elaboración cuadro: Autor

Un análisis a los datos presentados permite establecer que sólo el 15% del total de las empresas tuvo ingresos mayores a 500.000 dólares en el 2002. De igual forma se realizó una segmentación basada en el número de compañías inscritas en la Superintendencia de Compañías y con ingresos mayores o iguales a 500.000 dólares y se determinó el total de pasivos y activos de acuerdo a los niveles de ingresos como los descritos en el cuadro 6 y cuyos resultados se muestran en el cuadro 7.



Cuadro 7

Segmento por ingresos	Ingresos	% del total de Empresas	Ingr %	Act %	Pas %
Menos de 500 mil dólares	1718724941	71%	7%	14%	17%
Más de 500 mil dólares a 1 millón	23686699174	15%	5%	5%	6%
Más de 1 millón hasta 5 millones	22402647917	10%	18%	15%	16%
Más de 5 millones hasta 10 millones	17805788608	3%	10%	8%	8%
Más de 10 Millones	15231256632	1%	60%	58%	52%
Total General	25405424115	100%	100%	100%	100%

Fuente: Autor

El cuadro anterior muestra la desigualdad que existe en cuanto a los activos y pasivos de las empresas, se puede observar que el 1% del total de compañías percibe el 60 por ciento de los ingresos.

Del análisis de los cuadros seis y siete se puede inferir que existen muchas empresas con capacidad de generar flujos futuros aceptables basadas en su infraestructura actual.

Estas cifras permiten avizorar la posibilidad de crear nuevos proyectos a ser financiados vía mercado de valores, mediante la oferta de títulos, lo que obligaría a las empresas que emitan estas herramientas de financiamiento a planificar formas de mejorar su competitividad con el fin de obtener y honrar los compromisos adquiridos para conseguir estos recursos.

El propósito es dar envergadura a proyectos de inversión a través de la oferta de títulos que representarán el valor del total de la producción en un periodo futuro de tiempo determinado.

El mercado de valores democratiza la inversión haciendo que tanto oferentes como demandantes ajusten preferencias de acuerdo a sus expectativas.



## CAPÍTULO IV

### ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

En este capítulo se describe la estructura funcional y de control del mercado de valores. Se detallarán las instituciones que intervienen en la emisión de títulos valores enunciando los principales conceptos de la ley de Mercado de Valores. Donde el principal objetivo es poseer un mercado que funcione de forma transparente y justa, en cuanto a precios, rentabilidad, riesgo; de los títulos que cotizan en cada una de las Bolsas de Valores.

#### 4.1 Instituciones de Control

**Consejo Nacional de Valores.-** Dicta las políticas y reglamentos del Mercado de Valores, lo preside el Superintendente de Compañías, está integrado por el Ministro de economía, el Presidente del Banco Central y tres delegados de instituciones privadas que intervengan en el medio.

**Superintendencia de Compañías.-** Es el organismo de control y regulación, encargado de autorizar cualquier tipo de emisión de títulos valores, sean éstos emitidos por instituciones públicas o privadas a ser cotizadas en cualquiera de las bolsas de valores del país. Es el organismo que inspecciona que todos los títulos cotizados se encuentren dentro de los términos y reglamentos de ley y las disposiciones dictadas por el Consejo Nacional de Valores.

**Superintendencia de Bancos y Seguros.-** Es el Organismo de control de los bancos y entidades financieras. Actualmente ha creado una comisión que también controla las inversiones del IESS.

#### 4.2 Bolsas de Valores.-

Son corporaciones sin fines de lucro encargadas de brindar todos los servicios y poner en funcionamiento los mecanismos tecnológicos que faciliten la

negociación de títulos inscritos en el mercado. Con este fin las bolsas están obligadas a brindar los servicios tecnológicos necesarios. En el Ecuador existen 3 Bolsas de Valores una en Quito, otra en Guayaquil y la recientemente creada Bolsa de Turismo.

**4.3 Las Casas de Valores.-** Son las compañías anónimas controladas por la Superintendencia de Compañías. Son las encargadas de asesorar, registrar y sobre todo facilitar la intermediación de títulos valores. Las casas de Valores son miembros o se encuentran asociadas a las distintas Bolsas de Valores. Toda persona o institución que desee vender o adquirir un título valor cotizado en las Bolsas de Valores de Quito o Guayaquil deberá hacerlo a través de una casa de Valores.

En 1994 estaban inscritas 69 casas de valores en las bolsas de Quito y Guayaquil, después al 18 de Diciembre de 2001 se encontraban solamente 36. Actualmente se encuentran solamente 30, de éstas, 18 corresponden a Quito y 12 a Guayaquil.<sup>1</sup>

**4.3 Calificadoras de Riesgo.-** Son compañías constituidas como sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, encargadas de catalogar la solvencia, y la viabilidad del pago de las obligaciones o compromisos que adquieren las empresas por la emisión de títulos.

Para que una calificadora sea aprobada tendrá que ser representante de una calificadora internacional reconocida.

La mayoría de títulos valores con excepción de las acciones tienen que por ley ser calificados.

En el Ecuador existen 5 instituciones registradas, de las cuales 4 operan para realizar calificación de riesgo. Los bancos y demás instituciones financieras por ley tienen que ser calificados anualmente.

---

<sup>1</sup> Datos obtenidos de la lista publicada en la página web de la Superintendencia de Compañías al 4 de junio de 2003.

En gran parte el negocio de las calificadoras esta en el proceso de calificación al que tienen que sujetarse periódicamente los bancos y las instituciones de crédito supervisadas por la Superintendencia de Compañías.

Hasta diciembre del 2002 la participación de las 5 calificadoras según el número de calificaciones realizadas a los Bancos fue:

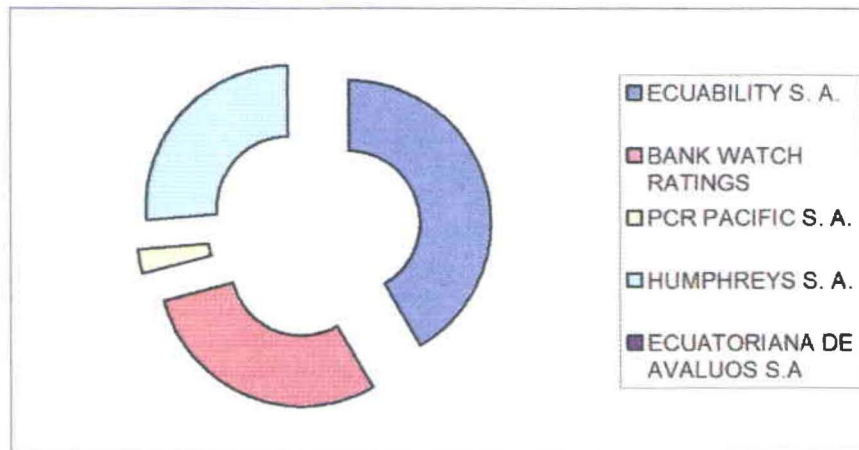


GRAFICO: ELABORACIÓN DEL TRABAJO  
FUENTE: SUMA DE LAS DIFERENTES CALIFICACIONES REALIZADAS A LAS  
INSTITUCIONES FINANCIERAS  
al 31 de diciembre del 2002

**4.4 Auditores.-** Son Personas jurídicas encargadas de emitir su opinión, a la vez que certificar y verificar que los estados contables y financieros de las compañías emisoras de títulos valores hayan sido elaborados y registrados de acuerdo a las normas ecuatorianas e internacionales de contabilidad. Estos también podrán hacer recomendaciones y mostrar salvedades de procesos contables realizados por las empresas sujetas a las auditorías.

**4.5 Administradoras de Fondos y Fidecomisos.-** Son las instituciones relacionadas con el manejo del patrimonio de proyectos, con el objetivo de buscar la transparencia del financiamiento de los mismos y de esta forma velar por los intereses de los acreedores. Con la primera ley de mercado de valores en 1994 se autorizó el funcionamiento a 12 administradoras; para finales del octubre del 2001, se incrementó a 20 este número y a la fecha son 25 según el registro de la Superintendencia de Compañías.



El fidecomiso es utilizado en varios proyectos por su característica legal de inembargabilidad de los bienes bajo su cobertura ofreciendo así una mayor seguridad al inversionista.

#### 4.5.1 Fondos de inversión.-

En 1994 se registraron 20, hasta finales del 1998 se habían incrementado hasta 68 fondos, en el 2001 disminuyeron a 58 y actualmente en junio del 2003 están registrados 53 fondos de inversión<sup>2</sup>.

**4.6 Depósitos de Valores.-** Son instituciones constituidas como compañías anónimas, encargadas de recibir y custodiar títulos valores, manteniendo un registro de los mismos. Entre sus características está la de poder dividir un título en porciones de menor valor para de esta manera poder negociarlos, así como, proceder a la liquidación en caso de compra o venta, actuando de esta forma como cámaras de compensación de valores.

---

<sup>2</sup> Fuente Superintendencia de Compañías. Documento de promoción del mercado de valores.

## CAPÍTULO V

## PRODUCTOS DEL MERCADO DE VALORES

Si se tiene una visión global del sistema financiero habría que recalcar que la banca común se podría catalogar como un financiamiento a corto plazo, mientras que el mercado de valores brinda una visión de largo plazo. Varios bancos internacionales se han dividido en bancos de consumo e inversión separando su estructura para invertir y ayudar a incursionar a las empresas en el mercado de valores.

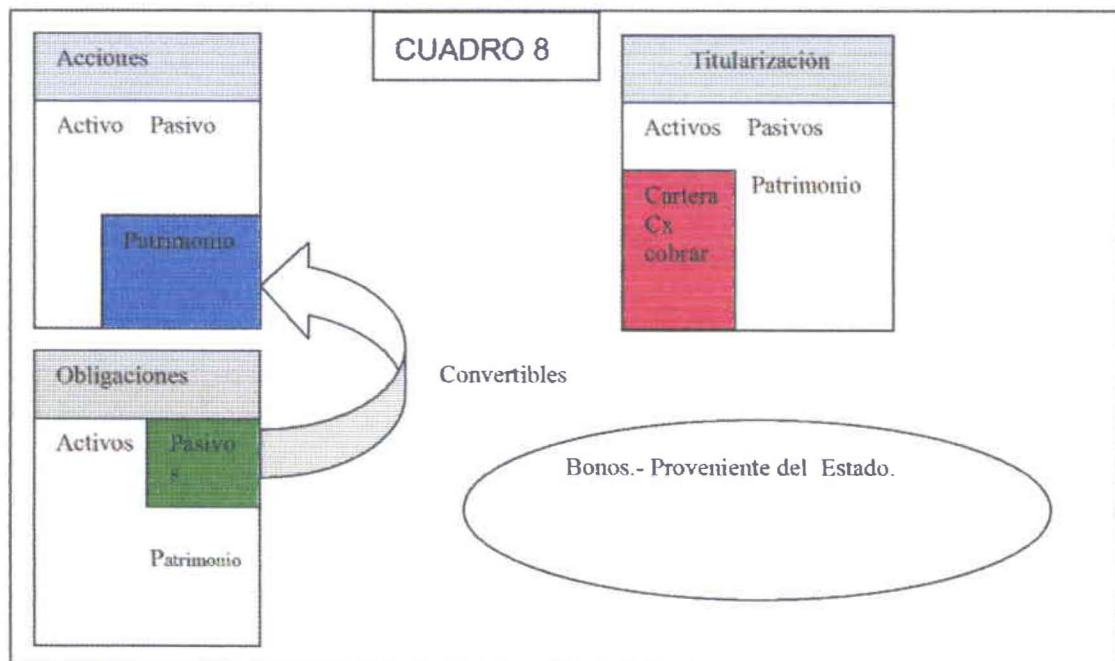
## El Producto del Mercado de Valores

## ¿Qué es un título Valor?

Según la ley del Régimen del Mercado de Valores, el concepto de título valor es: el derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, susceptible de ser negociado en el mercado de valores, bursátil o extra bursátil.

Un título valor es la representación reditual a lo largo del tiempo de los futuros ingresos de una empresa, estado o institución inscrita en el mercado, dependiendo de las condiciones de la economía.

En el cuadro 8 se define la proveniencia de los principales títulos valores.



El diagrama fue esquematizado por Sonia Alvarado, mejorado por el autor

### 5.1 Financiamientos mediante procesos de Emisión

Las empresas pueden realizar distintos tipos de emisiones, la conveniencia de cada una de éstas dependerá del valor del rendimiento que los empresarios deseen otorgar sobre los títulos ofertados.

**5.1.2 Las acciones.-** Son parte del patrimonio de la empresa, conforman el capital. Quienes las poseen tienen derecho sobre las utilidades, a menos que exista una política de empresa de retención de utilidades, previo acuerdo o establecimiento de una política de la empresa a este respecto con el consentimiento de todos los accionistas. Los accionistas ordinarios tienen derecho al voto.

También existen acciones preferentes; los poseedores de éstas no tienen derecho al voto pero tienen prioridad en la repartición de dividendos.

Un buen gobierno corporativo se basa en la creación de políticas empresariales que permitan cotizar sus acciones en las distintas bolsas.

Para la emisión de acciones no es necesaria la calificación de riesgo.

En el País la empresa que más se ha destacado en la emisión de acciones es Supermercados la Favorita (Supermaxi).

**5.1.3 Las Obligaciones.-** Son títulos valores que establecen el compromiso de una empresa de pagar al poseedor de éstas el monto equivalente al valor nominal más un interés. Se consideran como una deuda, por lo que se registran en la cuenta del pasivo.

La ley establece que toda empresa que emita obligaciones, someta a calificación toda clase de papeles de este tipo exceptuando las acciones.

Cuando una empresa desea realizar una emisión deberá establecer una garantía general o una específica.

Las principales características que definen a estos valores son: el riesgo, el rendimiento y el plazo de vencimiento.

Existe también la posibilidad de que el emisor haga una oferta de obligaciones convertibles en acciones.

5.1.4 Titularización.- Se trata de vender los flujos provenientes de cuentas por cobrar a favor de una empresa. Estas cuentas por cobrar, generalmente forman parte del activo. En los procesos de titularización esta parte del activo se separa de la empresa formando un patrimonio autónomo a ser manejado por una empresa encargada o fiduciario.

En el país, una de las principales titularizaciones fue la de mastercard, tarjeta de crédito que titularizó el consumo de sus clientes en el exterior.

5.2 Los Bonos del Estado.- El estado ha visto como una de sus principales fuentes de financiamiento la venta de bonos.

### 5.3 CARACTERÍSTICAS DE UN TÍTULO VALOR

Las características básicas están dadas por la relación entre, riesgo, rendimiento, tiempo de vencimiento o denominado plazo. El título valor que cumple con todas estas características en las mejores relaciones, se vuelve generalmente líquido<sup>1</sup> en el mercado de valores.

#### 5.3.1 Riesgo

La calificación de riesgo es el dictamen dado por una institución profesional especializada en este tipo de actividades, que representa la viabilidad o no de que el emisor reciba los flujos estipulados en la emisión en el corto plazo y cuya utilización permita garantizar con un riesgo el cumplimiento de los compromisos adquiridos por la venta de los títulos valores. En el proceso de calificación se deberán tomar en cuenta los factores determinantes para que una inversión en una empresa o en un proyecto tenga o no éxito.

Cuando una empresa emprende un proyecto existe la posibilidad de fracaso, ésto se convertirá en un riesgo para los futuros inversionistas. Hay cierta similitud con las actividades bancarias ya que, cuando un banco realiza un préstamo existe la posibilidad de mora o no pago por parte del prestatario; en este caso el

---

<sup>1</sup> Liquidez.- Un título valor que es líquido se determina cuando es de rápida venta, es decir, si se lo compra y se lo desea vender, es muy fácil.



riesgo del banco estará dado por la pérdida o la posibilidad de mora de que puedan generar el conjunto de sus clientes que hayan realizado préstamos.

El riesgo general estará conformado por la posibilidad de que el mercado haga que un negocio fracase. (Variable exógena al proceso de emisión)

### 5.3.2 Cuantificación del Riesgo

El riesgo representa la ponderación de la probabilidad que la empresa tiene para pagar en el plazo estipulado en la emisión las obligaciones adquiridas. A mayor posibilidad de éxito mejor será la calificación y menor el riesgo.

Aunque la probabilidad de éxito sea muy alta, la teoría financiera afirma que el riesgo cero no existe.

Hay que distinguir que existe el riesgo general del sistema, el cual se encuentra dentro del riesgo país, que se lo describe mas adelante.

En el Ecuador debido a la poca cantidad de empresas en el mercado de valores, no se ha tratado al riesgo como un punto crucial en el tema de inversión. Hay que distinguir entre el riesgo bancario y el riesgo de una inversión en el mercado de valores.

<b>Puntos sobre el Riesgo</b>	<b>Mercado de Valores:</b> Está dado por títulos correspondientes a rubros específicos, destinados a proyectos previamente evaluados y calificados a ser realizados por el emisor.	<b>Basilea:</b> Evalúa a un banco en su conjunto, tomando en cuenta la situación en cuanto de sus clientes depositantes, y prestamistas.
<b>Auditoría</b>	La empresa es pública y genera información del proyecto en la prensa o periódicamente a sus financistas.	Se confía en la gestión del banco en cuanto a la transparencia informativa, en la calidad de los préstamos, los cuales se

		encuentran en una cartera
<b>Riesgo de Crédito</b>	El Riesgo es puntual, en cuanto al emisor, y la viabilidad del pago de éste. Se califica	El depositante asume el riesgo sobre el conjunto de la cartera de créditos o de inversiones sobre el banco.
<b>Riesgo de Mercado</b>	Está relacionado con el Sector, y el mercado de la empresa	Está relacionado con el conjunto de la Economía y con la liquidez de la cartera, en cuanto a la forma de pago de sus prestamistas.
<b>Riesgo Operacional</b>	Depende básicamente de la gestión de los gerentes de la empresa.	Depende de la eficiencia del banco en su conjunto.

Debido a ésto, las distintas inversiones o créditos estarán casi siempre acompañadas por garantías. Así, por ejemplo, en la ley de Bancos se establece que un banco o institución financiera deberá pedir garantías equivalentes al 140 por ciento del valor de la solicitud de crédito<sup>2</sup>. En lo que respecta a la medición de riesgo de un banco, las reglas de Basilea, analizan básicamente la cartera de crédito e inversiones frente a la demanda de los pasivos determinados por los depósitos. Las reglas de Basilea establecen parámetros de indicadores en cuanto al grado de liquidez de la cartera, los montos óptimos de capital, así como la manera de evaluación de las carteras de crédito. Hay que indicar que el negocio de un banco está en la diferencia entre las tasas activas de sus préstamos y las pasivas de los depósitos de ahorristas.

En este contexto, a medida que las garantías son más líquidas y mayores que el valor del préstamo o en el caso de títulos valores de los activos del emisor, el riesgo disminuirá obteniéndose así una mejor calificación de riesgo.

Aunque la calificación de riesgo es otorgada por diferentes instituciones, en el Ecuador solo existen cuatro instituciones aprobadas para realizar esta labor:

---

<sup>2</sup> Ley de Bancos Registro Oficial

Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas con representación de empresas extranjeras cuyo giro de negocio es establecer ponderaciones del riesgo basadas en la calidad de los títulos que emite una empresa.

Cualquier institución que desee incursionar en el mercado de valores, cotizando títulos valores, deberá poseer una calificación de riesgo, a menos que el CNV lo apruebe por excepción.

Las clasificaciones de riesgo estarán catalogadas desde AAA, que es la más alta, pasando por AA, AA-, A, B, D hasta E que es la más precaria.

Las categorías se norman por las siguientes consideraciones según el reglamento de la ley del mercado de valores:

a) Solvencia, b) Provisiones, c) Respaldo de una garantía, d) Liquidez de los valores de garantía, e) Capacidad para generar utilidades, f) Comportamiento de los órganos administrativos g) Conformación accionaria, h) Consideraciones de riesgo previsible en un futuro.

Para el proceso de calificación, las calificadoras de riesgo establecen sus reglamentos internos, así como procedimientos técnicos adicionales, tomando como guía lo establecido por la ley de mercado de valores.

La ley también establece que la calificación de riesgo de una institución deberá ser revisada por lo menos dos veces al año.

Para realizar una calificación se deben realizar análisis internos, así como externos, los cuales, luego de ponderarse, se suman; lo que permite asignar un puntaje total para así establecer la categoría (AAA, AA, ... D) de los títulos valores de una empresa o institución en el mercado de valores.

De forma general, los siguientes aspectos son los que se consideran más importantes en la realización del Análisis Interno.

☑ **Estructura Interna.-** La empresa tiene una estructura administrativa con funciones, atribuciones y responsabilidades bien diferenciadas. Qué unidades la conforman, qué funciones y responsabilidades tienen dentro de la estructura administrativa y operativa de cuántos empleados posee la empresa etc.



- Estructura financiera.- Cómo maneja la empresa la liquidez, tiene problemas o ha tenido problemas que le hayan producido o puedan producir insolvencia.
- Análisis de Ratios o relaciones financieras y especialmente de rentabilidad. ¿Está en capacidad la empresa de generar flujos financieros que puedan pagar a los accionistas y tenedores de obligaciones?
- Toma de Decisiones.- Quiénes son los accionistas, o dueños, preparación, historial.
- Análisis de los accionistas y si se encuentran en funciones de la empresa.
- Actividad de los directores, tienen lazos familiares, ¿Cómo se inició la empresa historia de ésta?
- Continuidad en el plano administrativo.- Quiénes fueron los fundadores y quiénes la operan actualmente. Si son empresas familiares son autocráticas, son gestionadas de acuerdo a principios de buena administración, cuál es el proceso de toma de decisiones.
- Capacidad Técnico-administrativa.- Qué preparación tienen los administradores. ¿Han realizado un plan estratégico? ¿Existe una focalización de los procesos, y un record de cada una de las actividades?
- ¿Podrían existir mejores prácticas que permitirán optimizar su estructura y su gente?
- ¿Tienen un registro completo de sus clientes, así como un manejo adecuado y registro de estos?
- Análisis de rentabilidad dentro de lo que es el giro del negocio, rentabilidad en relación al mercado y a la competencia.
- Qué tamaño tiene la empresa en relación a los flujos proyectados, capacidad de producción, actual y futura.
- Tiene o ha creado provisiones ante posibles pérdidas.  
Se pueden tener indicadores del sector y de la competitividad de éste, existe una posibilidad de comparar los índices del sector o industria con la empresa o institución.
- Conformación y cálculo de costos:
  - Costo promedio por producto (PPP)



- Costos de liquidez.
- Costo del Activo.- Tiempo faltante para su amortización, qué tan modernos y actualizados son los activos en comparación con los de la industria.

Para el **Análisis Externo** se deberán tomar en cuenta de forma general:

- ☑ **Análisis macro del mercado mediante las Cinco fuerzas de Porter.**  
Análisis FODA para tener una apreciación de la situación de la compañía en su sector y en la industria.
- ☑ **Análisis General del país, el riesgo general del País, que rentabilidad ofrece un bono soberano.**
- ☑ **Conformación de indicadores de correlación como: la beta<sup>3</sup> de la industria y una beta del PIB correlacionando al crecimiento del país con el de esa empresa y sector específico. Aunque la idea de indicadores como las betas sea muy tediosa, simplemente a cada uno de los puntos tratados se los puede ponderar, obteniendo así una imagen del valor de la empresa en relación con la industria y la economía.**
- ☑ **Cómo se encuentra el sector en el que está la industria y cuánto aporta a la economía del país, puede el sector exportar al exterior.**
- ☑ **Qué perspectivas tiene este negocio en particular y cuándo se podría ampliar la empresa. Cuál es su participación de mercado. Es un mercado monopólico existe la posibilidad de que se introduzcan productos sustitutos.**
- ☑ **Cuál es la seguridad jurídica y política del país y del entorno, qué sectores y grupos se encuentran involucrados.**
- ☑ **Qué expectativas tiene el sector. Cuál es el prestigio y el tiempo de funcionamiento de la empresa.**
- ☑ **Sensibilidad del sector y de la industria con respecto a la Economía nacional e internacional.**

---

<sup>3</sup> La beta.- mide la variación del cambio de los títulos valores de una empresa en relación al mercado. una empresa con una beta de 1 posee relación directa de más de una a medida que el mercado aumente éste aumentará en proporción a su beta. Ejemplo, si una empresa tiene una beta de 1.1 y el mercado aumenta en 100 puntos, los títulos valores de la empresa aumentarán a 110.

- Niveles de crecimiento históricos. Historia en la central de riesgos.
- Transparencia del mercado, cuánto se conoce públicamente de este mercado.

### 5.3.3 Rendimiento

Es el interés que la empresa ofrece al comprador del título valor, en este caso el emisor establece el interés a pagar, en muchos casos éste puede ser mucho menor que el que la empresa tendría que pagar si hubiera obtenido los fondos en un banco.

#### EJEMPLO

CARACTERÍSTICAS	MERCADO DE VALORES	SISTEMA BANCARIO FINANCIERO
MONTO	Monto de la emisión 5.000.000	Requerimiento del crédito por 5.000.000
INTERÉS DE COSTO FINANCIERO	Costo financiero o interés ofrecido por el emisor 8.5% calificación AA	Costo del crédito, representado por la tasa activa referencial, 16%
INTERÉS DE RENTABILIDAD OTORGADA	Inversionista gana 8.5	Rendimiento obtenido por el depositante en póliza plazo mayor de un año 7.3%,
RIESGO	Riesgo de AA	Riesgo referencial de la institución bancaria BB.

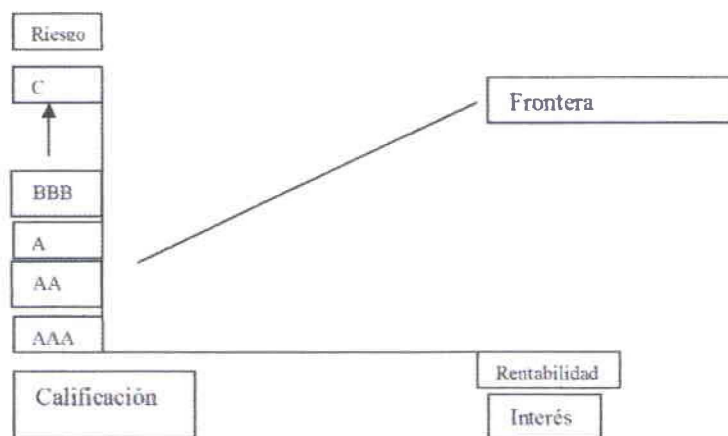
La diferencia de 7.5% puntos entre la tasa activa y la tasa pasiva que es el equivalente al spread.

Otro de los puntos a considerar es el plazo, en las condiciones actuales difícilmente un crédito será otorgado a un plazo mayor de 3 años, período después del cual el poseedor del título valor puede redimirlo.

El rendimiento en caso de emisión de obligaciones es ofrecido por la empresa, éste será proporcional al riesgo, es decir, mientras más riesgo posea una emisión mayor deberá ser el rendimiento ofrecido por el emisor.

El gráfico3 muestra la relación riesgo-rentabilidad:

Gráfico 3



#### 5.4 Plazo

**Tiempo.-** El tiempo tiene relación con el plazo de vencimiento, la periodicidad del pago y/o las aportaciones al interés o capital a lo largo del tiempo, con miras a su vencimiento. Aunque dependerá básicamente del destino de los fondos requeridos, en cuanto al sector y al tipo de negocio.

El producto que conforma el mercado de valores es de largo plazo. Se está hablando de un mínimo de 2 años. En el mercado de valores se trata de productos de largo plazo, por lo que existen productos de largo plazo que sobrepasan los 5 años.

### 5.5 El Producto Perfecto

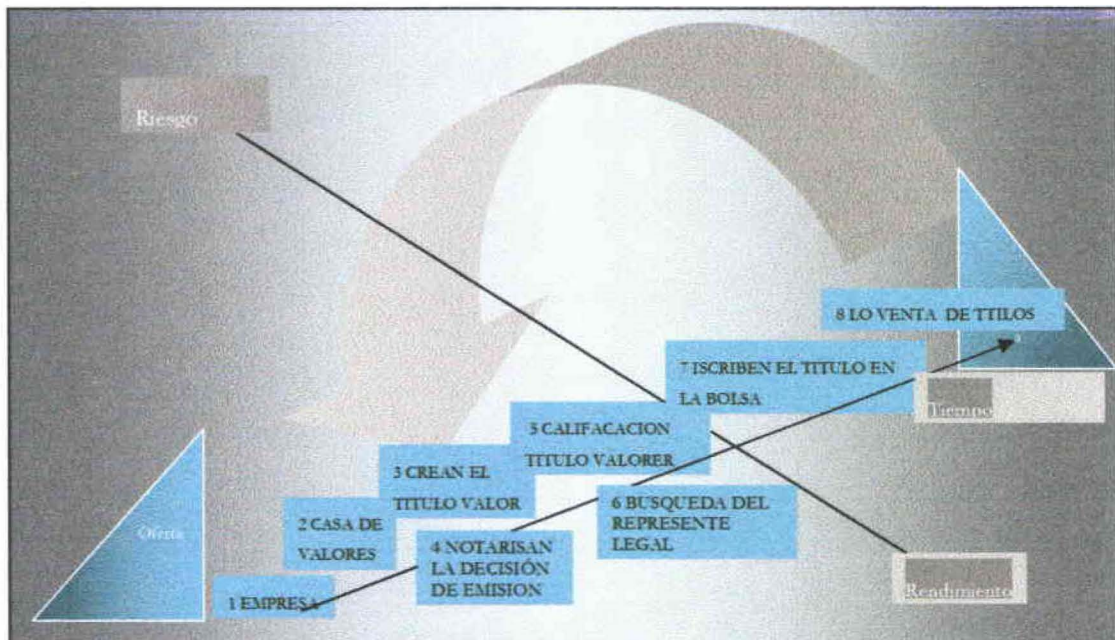
*El perfil de producto Perfecto en el mercado de título-valores.*

*Es democrático, claro, transparente, posee buenas perspectivas, junta socios y esfuerzos, tiene un buen rendimiento, poco riesgo, durabilidad en un largo tiempo. Es muy líquido, es decir se vende muy bien por segunda vez.*

*En resumen es una buena inversión que colabora con el desarrollo y bienestar del sector. Crece y se aprecia en el tiempo.*

## CAPÍTULO VI

## EL PROCESO DE EMISIÓN DE TÍTULOS VALORES



## 6.1 Etapas de la Emisión de Títulos Valores

El proceso empieza en el momento en que los responsables de una empresa deciden buscar recursos a través del mercado de valores, la empresa debe acudir a una casa de valores, institución que será la encargada de estructurar o asesorar en el proceso de emisión y en la búsqueda de la selección de las mejores herramientas para el financiamiento.

Para esto, la casa de valores requerirá de los estados financieros auditados de la empresa a asesorar, así como, de un plan de negocios que deberán estructurar en conjunto con el candidato a emisor de títulos de valores; documento que servirá para explicar a los posibles compradores de los títulos valores el fin que tendrán los fondos del emisor.

Poco después, o paralelamente al proceso, se enviarán distintos tipos de documentos a la calificadora de riesgo de acuerdo a los requerimientos de la misma, ya que ésta es la que dictamina la viabilidad de la emisión mediante los análisis concienzudos de la posibilidad que los flujos futuros puedan permitir la



cobertura de las obligaciones emanadas de la existencia en el mercado de los títulos valores de la empresa dada, luego de lo cual expide la calificación.

Dentro del proceso de emisión se deberá buscar un agente pagador que en la mayoría de casos es una entidad bancaria. El agente pagador, es el que facilita el pago de aportes al capital y/o interés, mediante los cupones de los títulos valores.

También se deberá buscar una persona independiente como representante de los obligacionistas y/o accionistas, quien será la encargada de exigir información pertinente a la situación de la empresa cuando sus representados lo consideren conveniente. Esta información se proporcionará mediante informes periódicos para los acreedores poseedores de los títulos valores.

Se deberá inscribir el título en cualquiera de las bolsas de valores para que se pueda realizar la venta a través de este mercado.

#### 6.2 Costos del proceso de Emisión de títulos

El proceso de incursión en el mercado de valores tiene sus costos, éstos, aunque parezcan cuantiosos dentro de una emisión, tan sólo representan algunos puntos porcentuales del total del valor del financiamiento. Los costos de emisión representarán un porcentaje mucho menor que la tasa activa que cobra cualquier banco, por un préstamo a una empresa en un sector dado y equivalente al dinero a recaudar por la emisión.

A continuación la tabla 2 detalla una aproximación porcentual de los costos en el proceso de emisión.

TABLA 2



Elaboración de Prospectos		0,32%
Costos Notariales		0,02%
Publicación de Prensa		0,03%
Impresión de Títulos		0,08%
Pago al agente pagador		0,45%
Pago al representante de los obligacionistas		0,58%
Honorarios al Asesor Financiero (casa de valores)		0,50%
Calificación de Riesgo:		0,81%
Registro de emisor y mantenimiento en Bolsa		0,02%
Costos de Underwriting (si existiera):		0,50%
Registro Mercantil:		0,03%
Tasa de Interés Principal Costo Financiero		0%
	Suma	3,34%
En un monto de emisión:	1.000.000	
Los costo aproximados serían:	33.350	

Aproximación de Costos  
Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Para tener una apreciación realista del costo de incursión de una empresa en el mercado de valores se realizó un cuestionario, el cual contestaron 9 de 15 gerentes de varias casas de valores, siendo las preguntas siguientes las más importantes debido a que se evalúan diferentes aspectos del proceso como: monto mínimos de emisión, costos y porcentaje de éstos, tiempo de la emisión, promoción y análisis de riesgo.

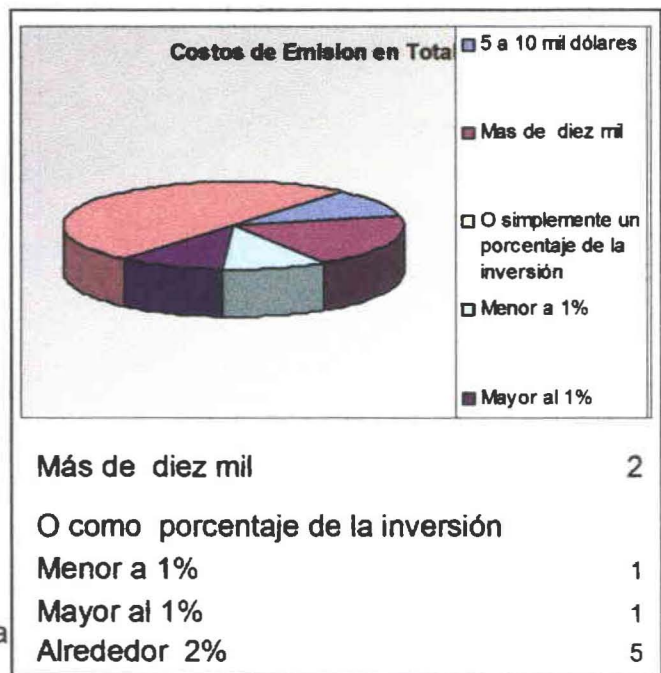
**Pregunta 3**

¿Cuál es el costo que se considera como promedio que debería pagar una empresa a una casa de valores para realizar todo el proceso de emisión de valores?

Los resultados de las entrevistas se muestran en el gráfico 3.

**Análisis**

Como se puede apreciar la mayoría de los gerentes de las



Fuente: el autor

casas de valores consideran que el costo total del proceso de emisión estaría en

un monto aproximado al 2% del valor de la emisión. Cabe resaltar que actualmente las casas de valores consideran como caso representativo el de una empresa que emita alrededor de 1 millón de dólares. Por lo que si la emisión es mayor, los costos se mantendrán con muy pocos cambios, haciendo que el costo relativo del proceso sea mucho menor; de igual forma en emisiones menores a un millón de dólares los costos de emisión casi no cambian por lo que éstos en relación al monto de la emisión son relativamente más altos.

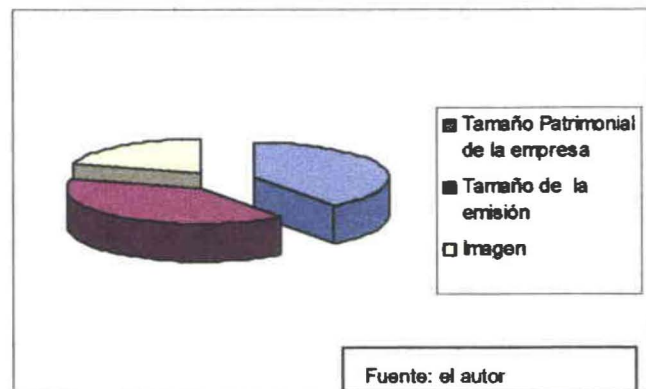
Para ésto se preguntó a 9 de los 15 gerentes de las casa de valores, sobre los factores como: tamaño patrimonial, tamaño de la emisión, e imagen.

2.- ¿Qué factores considera de más importancia en el cálculo de estos costos?

Gráfico 4

#### Análisis

Considerando la primera pregunta y la respuesta sobre el valor de costos de alrededor del 2% de la emisión, se quiso conocer qué factores determinan gran parte de los costos del proceso de la emisión, así como la importancia que se les daba en el proceso de



emisión. Se puede apreciar en el gráfico 4 un procesamiento de las respuestas. El rubro mencionado como imagen se debe a que 2 de 9 casas de valores entrevistadas tomaron en cuenta en el costo de emisión, el costo de la promoción en que incurrió la empresa para la venta de los títulos.

Aunque gran parte de las casas de valores coincidieron que el primer cuadro es una buena guía referencial, también fueron explícitas en afirmar que los costos de emisión difícilmente podrían sobrepasar el 2% de los valores de emisión, tomando en cuenta que la emisión debería ser de aproximadamente un millón de dólares. Pero pese a que las opiniones fueron divididas entre tamaño patrimonial y de la emisión, la mayoría afirmó que las tres variables se complementan y

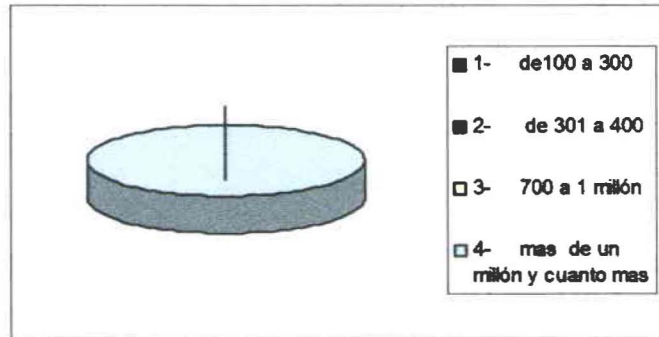
facilitan el proceso, siendo éstas: buena imagen, un buen tamaño patrimonial y después una buena y apreciable emisión.

Ante esto se preguntó cuál es la cantidad mínima que consideran óptima para la incursión de una emisión.

3. ¿Cuál considera sería el monto mínimo aceptable en la emisión de títulos valores?

Gráfico 5

Todas las casas de valores coincidieron que el mínimo monto a emitirse de forma económica debería estar en aproximadamente un millón de dólares, debido a los costos involucrados en el proceso.



Fuente: el autor

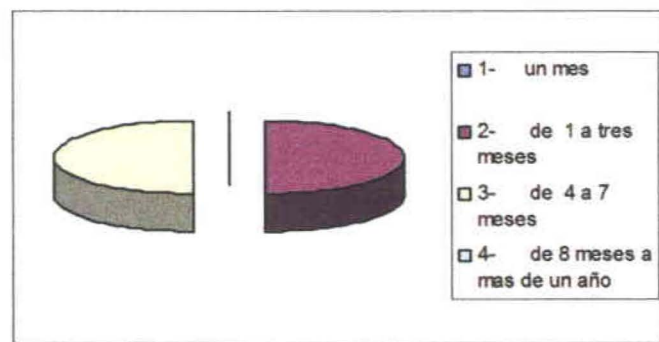
También se averiguó, con la pregunta expuesta a continuación, cuál sería el tiempo del proceso de emisión:

4. ¿Cuánto dura en promedio el proceso de emisión desde que el cliente acude por primera vez a sus oficinas hasta que se realiza la oferta pública de los títulos valores?

Gráfico 6

**Explicación y Análisis.**

Como se pudo apreciar en las entrevistas, más de la mitad de las casas de valores destacaron que el proceso sería más corto de existir la facilidad de acceder a todo tipo de información de la empresa durante el proceso. Pero en general las casas



Fuente: el autor

de valores consideran que la mitad de los procesos se terminarán en un periodo no mayor de tres meses y la otra mitad en periodos de no más de cuatro a siete meses. Cabe resaltar que desde que se termina el prospecto de la emisión de la empresa en conjunto con la casa de valores y se presenta a la Superintendencia de Compañías, ésta tiene un plazo de 15 días hábiles para pronunciarse a favor o en contra de la emisión, de existir alguna observación la superintendencia la indicará y establecerá nuevos plazos para cumplir con la exigencia.

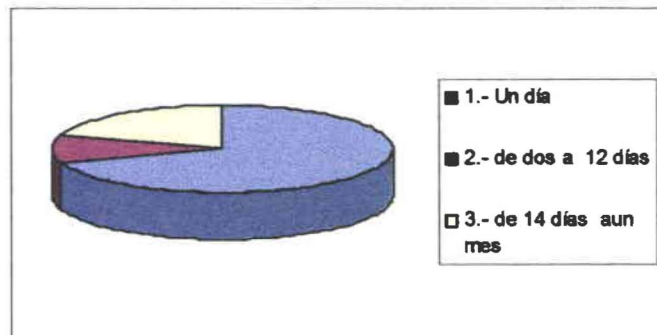
Aunque puede darse el caso de que la emisión esté aprobada, promocionada y a la venta en el mercado de valores, puede que la empresa no haya recibido los recursos provenientes de ésta, por lo cual se demorará otro lapso de tiempo más en venderlos.

5. ¿Desde que los títulos valores son puestas en el sistema cuánto tiempo estima que demorará hasta ser vendidos por completo?

Gráfico 7

#### Análisis

En esta pregunta hay que considerar que las casas de valores que consideraron periodos de venta de más de 3 meses, en el proceso de oferta, incluyeron la pre venta,



Fuente: el autor

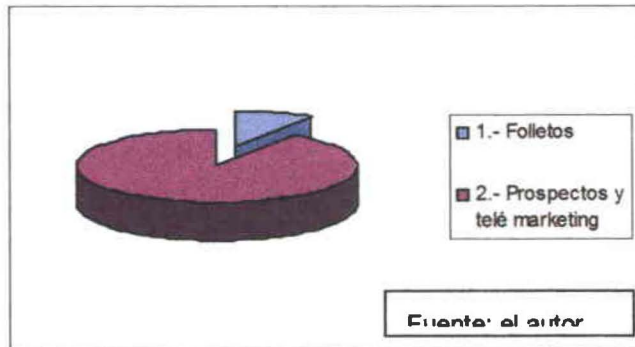
por lo que en el tiempo incluyeron el periodo desde el cual los títulos se ofrecen en el sistema de rueda hasta que éstos son vendidos en su totalidad. Aunque previo a esto ya existieran muchas pre ventas realizadas.



5.- ¿Se realiza algún trabajo de mercadeo y de qué tipo?

Gráfico 8

La mayoría de las casas de valores afirmó que se ponían directamente en contacto con las diferentes instituciones que demandan títulos a través de distintas reuniones donde se ofrecía el producto a los distintos ejecutivos representantes de las instituciones demandantes.

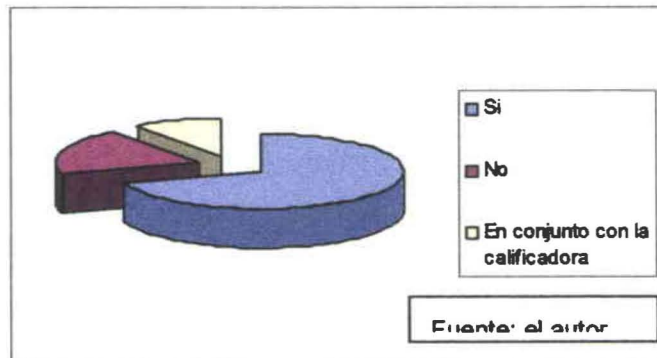


6.- ¿Realizan las casas de valores un análisis preliminar del riesgo antes de que lo haga la calificadora de riesgo?

Gráfico 9

#### Análisis Gráfico 9

Dado que el riesgo es una de las características más importantes del producto, la mayoría correspondiente a 7, admite que tratan de estimar cuál será el dictamen de la



calificadora, 2 casas indicaron que lo evalúan en conjunto con los clientes y una que indica que ése no es el trabajo de ellos por lo que sólo esperaban la pronunciación de la calificadora.

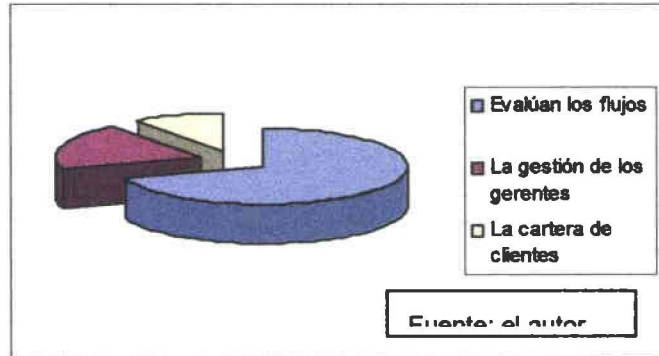


7.- A las 7 casas de valores que contestaron afirmativamente, se les preguntó cómo evaluaban a su cliente con el objetivo de aproximarse a la calificación de riesgo que debería ser emitida por la empresa calificadora.

¿Qué tipo de análisis realizan?

Gráfico 10

La mayoría de las casas de valores afirmó que ellos hacen un análisis de los escenarios de flujos proyectados por la empresa en relación con el proyecto. Otros evalúan a los clientes de acuerdo a la



participación del mercado y otros sí se basan en un análisis de los procesos productivos, así como, de la gestión de los gerentes. Pero en general consideran los diferentes factores dando énfasis a uno u otro aspecto como muestra el gráfico anterior.

### 6.3 Factores que se toman en cuenta para la calificación de riesgo de una empresa privada:

Los siguientes son los principales factores que toman en cuenta los prestamistas potenciales a una empresa, los que coinciden con los que toman en cuenta las calificadoras de riesgo para la calificación de las obligaciones empresariales:

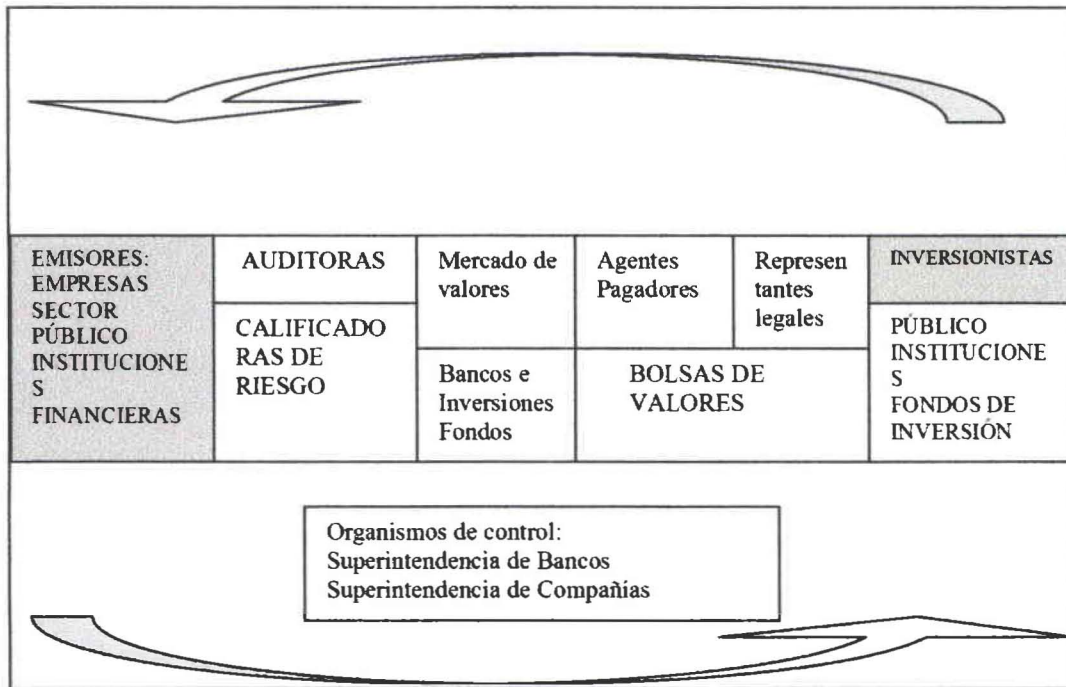
- El flujo futuro que puede generar el proyecto que quiere emprender la empresa.
- Las expectativas en cuanto al crecimiento del sector al que pertenece la empresa.
- La solidez de la empresa cuando se refiere a su apalancamiento, especialmente luego de su endeudamiento por préstamo o a la emisión de obligaciones.
- El tipo y tamaño del mercado en que está la empresa.

- El prestigio de la empresa y la participación en el mercado actual y su potencial de penetración futuro.
- Las garantías en forma de bienes muebles o inmuebles que puede presentar la empresa en caso de no cumplir las expectativas de ingresos, siendo necesaria la venta de estos bienes para cubrir las deudas adquiridas, ante la emisión de obligaciones.

De forma general se debe expresar que en la medida en que estos factores no se cumplan, la empresa para volver más atractiva su propuesta deberá ofrecer tasas de retorno más altas en la emisión de sus obligaciones o aceptar tasas también muy altas en los préstamos que le sean otorgados por parte del sector financiero, o altos descuentos en relación al valor nominal de las obligaciones.

## CAPÍTULO VII

## Macro entorno ANÁLISIS DEL MERCADO DE VALORES



Fuente: Autor

## 7.1 Análisis del Macro entorno.

El análisis busca identificar los sectores con mayor liquidez y perspectivas de desarrollo, para así establecer el potencial de crecimiento, así como la necesidad de recursos para su expansión. El esquema planteado en el gráfico anterior demuestra que todo ahorro internacional, nacional e individual debería transformarse en inversión a través del sistema financiero y el mercado de valores.

Para que ésto ocurra, el inversionista individual debería tratar de encontrar un producto o títulos valores de gran calidad en cuanto a riesgo, rendimiento y plazo. Existen distintos tipos de inversionistas: personas que poseen exceso de recursos financieros los cuales fueron acumulados mediante un alto grado de

ahorro durante su vida, ahorro que puede ser convertido en inversión. La mayoría de personas tienen poca o mucha aversión al riesgo.

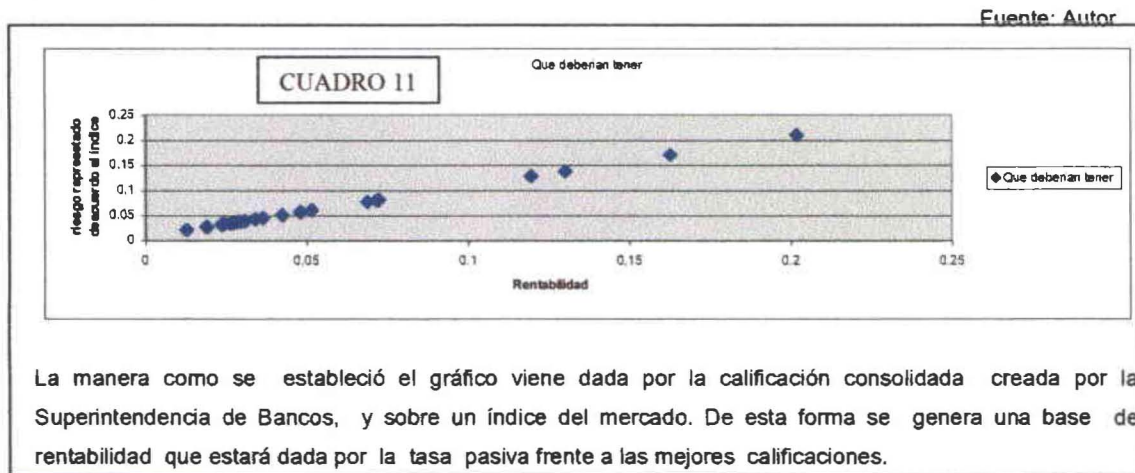
Generalmente se contrata a un broker o agente de valores, en el caso del Ecuador, siempre trabajarán para una casa de valores. Estas son personas que invierten generalmente de mejor forma los recursos de sus clientes de acuerdo a las preferencias al riesgo, rendimiento y plazo de éstos.

Sin duda cualquiera que sea el tipo de inversionista siempre requerirá que la inversión reúna las condiciones mínimas necesarias en cuanto a riesgo y rendimiento, por lo que estas características deben ser indicadas y divulgadas de una manera amplia, detallada y totalmente transparente.

## 7.2 Rentabilidad y riesgo ponderado

La línea inclinada en el Gráfico No 3 representa la oferta de opciones de inversión, todo lo que esté sobre la línea en un punto dado estará sobre valorada y lo que esté bajo la línea estará subvalorado.

En Ecuador la calificación del sistema financiero frente a la rentabilidad se puede apreciar en el Cuadro 11.



Para graficar el cuadro se tomó la rentabilidad que pagan los bancos y la desviación que éstos poseen de acuerdo al riesgo, con la cuantificación de su cartera.

Como se puede apreciar, la mayor cantidad de puntos se encuentra en baja rentabilidad y bajo riesgo.

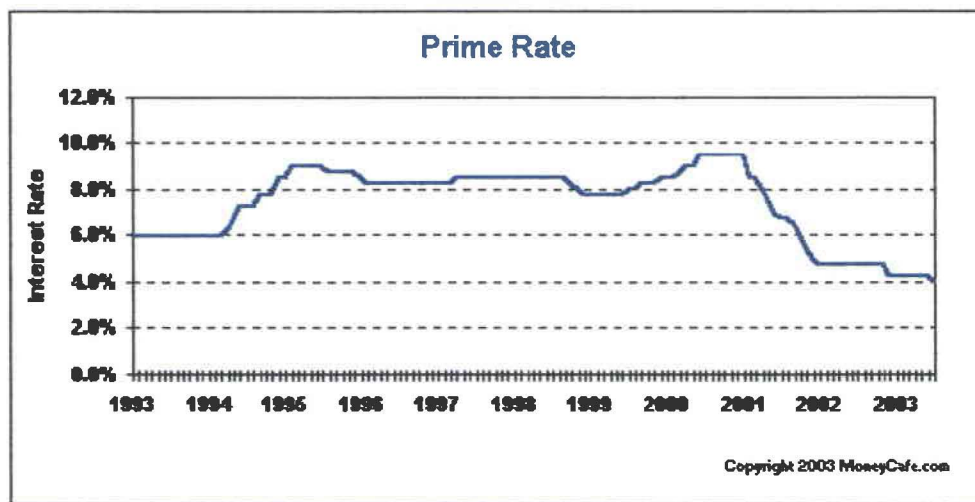


### 7.3 Las Tasas de interés, en el Ecuador y en el ámbito internacional

Los títulos valores que definen la rentabilidad internacional<sup>1</sup> de menor riesgo, están representados por bonos del tesoro de las economías más fuertes de los países desarrollados como de la de los Estados Unidos, también se toma en cuenta la tasa prime<sup>2</sup> que es la tasa activa otorgada por la mayoría de los bancos a los préstamos otorgados a las mayores compañías de los Estados Unidos. El Cuadro 12

La tasa activa del Ecuador es mucho más alta que la que representa la rentabilidad de los bonos del tesoro o la tasa prime anteriormente mencionadas, lo que indica la existencia de un nivel de riesgo mucho mayor; con lo que se podría afirmar que el país se encuentra por muy encima de los niveles de riesgo prevalentes a nivel internacional para proyectos de inversión.

Cuadro 12



Fuente: FED

<sup>1</sup> La tasa de rentabilidad con menor riesgo está dada por los bonos de los estados desarrollados con economías fuertes pues se parte del principio de que un estado nunca quiebra. Para el caso se usa la rentabilidad en un año por el bono de la Reserva Federal de EEUU.

<sup>2</sup> PRIME Private rate of interest given to at least 75% of the mayor companies in the states



Cuadro 13

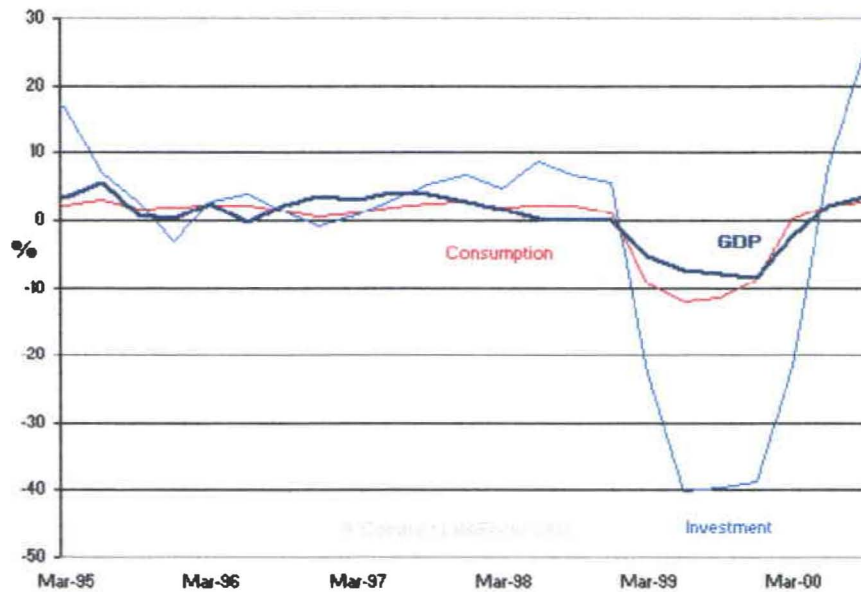
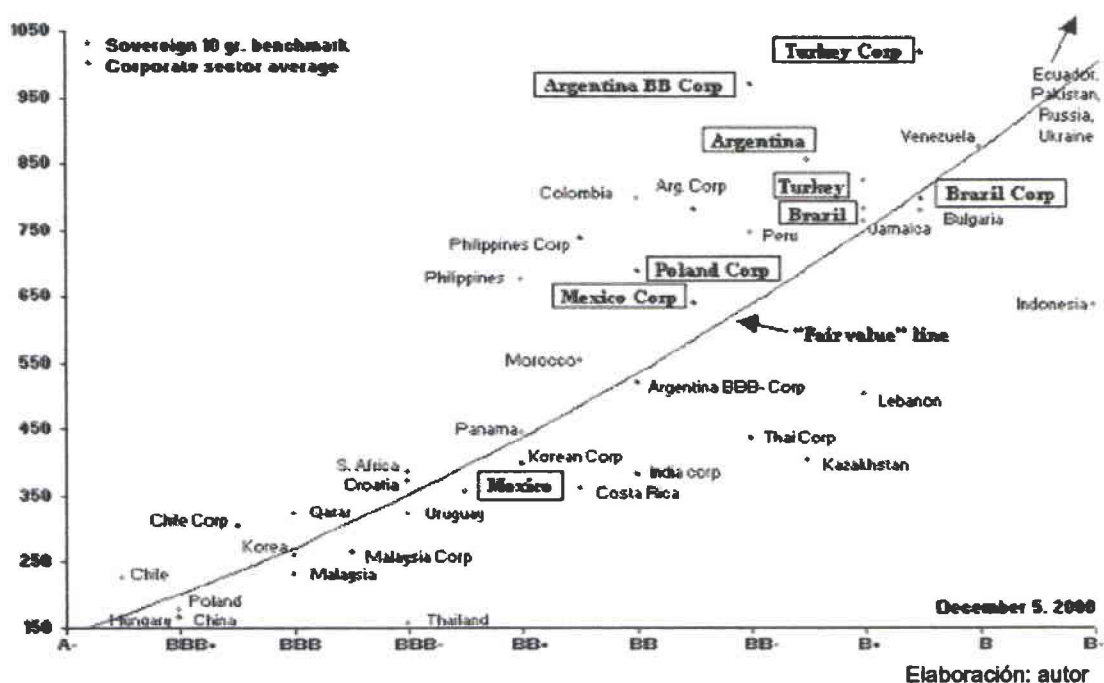


CHART 2:  
The Emerging Markets Investment Universe  
Spread over Treasuries (bps) versus Credit Rating, as of December 5, 2000.

El interés también está representado por la tasa activa demandada por los bancos y esta determinada por la calificación de riesgo que éstos asignen a los demandantes de crédito. En 1999, después de la quiebra del sector bancario, las líneas se cerraron, esto hizo que la inversión disminuyera hasta mediados del 2000. Esto se demuestra en el gráfico 13.

## 7.4 El Riesgo País



En el Ecuador, el nivel de riesgo es más alto si se lo compara con el de los mercados internacionales debido a la percepción de que en el país hay un alto grado de inseguridad política y jurídica, a lo que hay que añadir que después de la quiebra de los bancos se estimó que ciertas deudas eran incobrables lo que acentuó el sentimiento de riesgo del país.

Cuando muchas instituciones entran en estado de quiebra o liquidación, como fue el caso del país después de la crisis del 99, la percepción del país por parte de los inversionistas es la de que éste es un entorno altamente riesgoso; lo que se traduce en altas tasas activas demandadas por los bancos para ofrecer préstamos a nivel interno, estas tasas no tienen relación con las prevalecientes a nivel internacional.

Debido a este tipo de factores de riesgo, existen las calificaciones internacionales otorgadas por los calificadores de riesgo de los distintos países.

La manera de hacerlo es estudiando la relación del valor de bonos emitidos por los diferentes estados frente a los Bonos de la Reserva Federal de los Estados Unidos. La calificación toma en cuenta también la situación económica y política por la que atraviesan los distintos países, pues de estas variables dependerá la posibilidad de pago de las obligaciones nacionales e internacionales adquiridas por estos países.

En estos países de alto riesgo el mercado demandará una rentabilidad muy alta de sus bonos, lo que se traduce por el pago de un precio menor al del valor nominal de estas obligaciones. A esto se lo denomina descuento o castigo de mercado.

### 7.5 Ahorro inversión y la tasa de interés

Un determinante importante del ahorro e inversión es la tasa de interés.

Las personas casi siempre demandan o se ven atraídas por tasas de interés pasivas más altas (las que reciben los ahorristas), pues por su dinero de inversión o ahorro reciben mayores beneficios. En el caso de las empresas sucede lo opuesto, mientras más baja sea la tasa activa estas tienen mayor posibilidad de endeudarse. La diferencia entre estas dos tasas es el margen financiero de las instituciones bancarias, margen del cual las instituciones obtienen sus ganancias.

El costo financiero de cualquier proyecto se puede ver afectado por las tasas activas.

La tasa de interés está ligada a las políticas macroeconómicas del país, dictadas en la mayoría de los casos por el (Banco Central del Ecuador) BCE, y que corresponden a: la tasa interbancaria, al nivel de encaje, así como, al nivel de emisión de dinero; variable que ha desaparecido en nuestro país desde la adopción del dólar como moneda nacional.

Luego de la dolarización la inflación ha disminuido, llegando a valores de un dígito, aunque en el último año todavía se considera alta, lo que se atribuye a impactos acumulados de periodos anteriores.

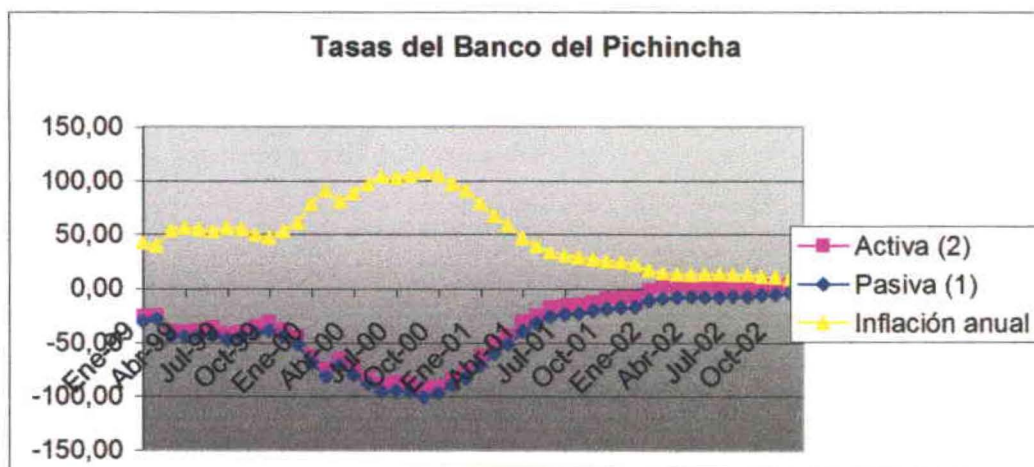
Si la tasa pasiva es menor que la inflación, ésta será poco atractiva para los ahorristas ya que, esto se traduce en pérdida de la capacidad adquisitiva de los depósitos en el sistema financiero. Los rendimientos serán menores que la inflación haciendo que los depósitos de la gente pierdan poder adquisitivo a lo largo del tiempo.

Cuando a las tasas pasivas o activas se descuenta el rubro de la inflación se obtienen las denominadas tasas reales. En el caso del Ecuador, la inflación postergada ha hecho que estas tasas reales sean negativas.

La dolarización hizo que las tasas de interés reales disminuyeran, aunque algunos factores internos no han permitido que éstas disminuyan a niveles internacionales. Involucrados en el sector juzgan este nivel como representativo al riesgo implícito del país, así como la liquidez necesaria por parte de los bancos ante la desconfianza de las personas que poseen cuenta de banco.

Como se puede observar, se han tomado de forma referencial tasas de un solo banco, el Banco del Pichincha, el cual es representativo por ser el mayor del sistema bancario y en donde se encuentran gran parte de los recursos de los ecuatorianos.

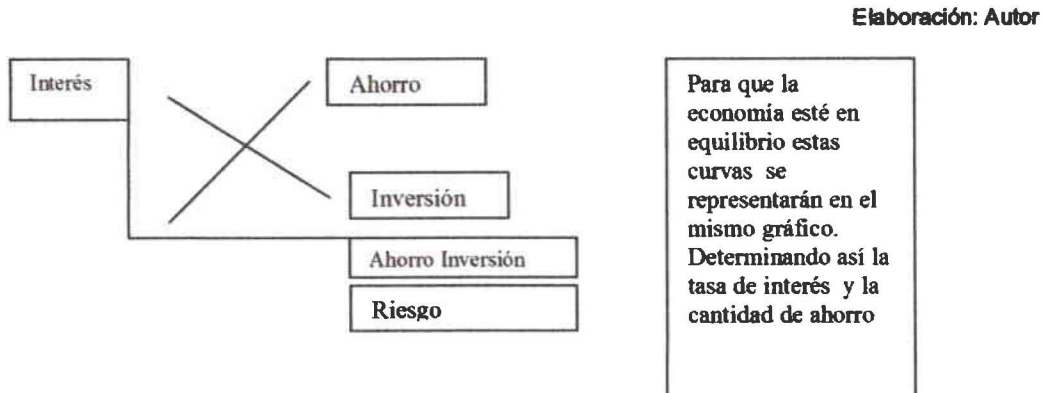
GRÁFICO 4



Fuente Superintendencia de Bancos



Debido a esto los bancos e instituciones financieras que ofrezcan altas tasas pasivas tendrán que realizar operaciones más riesgosas para poder ofrecerlas.



#### 7.6 Los índices de los mercados de valores.

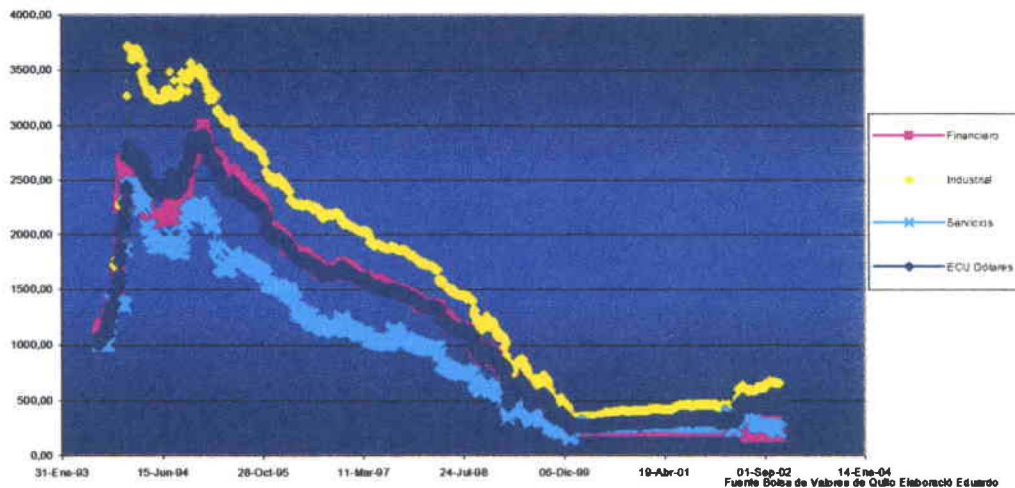
Los índices de los mercados de valores internacionales se caracterizan por ser los medidores del comportamiento de las expectativas de las distintas economías mundiales. Es así como entre las principales noticias del mundo de hoy no dejan de estar aquellas relacionadas con el comportamiento de los mercados de valores.

El índice del mercado de valores en el Ecuador esta compuesto por el precio total de las acciones que cotizan tanto en Quito como en Guayaquil. Debido a esto cuando el índice sube o baja el promedio ponderado de todas las acciones demuestra que ha subido o bajado la actividad de éstas.

En el país el ecu-index, que es el índice de la bolsa de valores de Quito, ha sido casi estable desde 1999 debido a que la cantidad y variedad de acciones ofrecidas ha disminuido y se ha mantenido casi estables en el periodo posterior a 1999. En este periodo la mayoría de los títulos valores que cotizaban eran pertenecientes a los bancos ya desaparecidos o en proceso de liquidación, lo que



producía variaciones considerables y poco predecibles como indica el gráfico del ecu-index.



Se puede demostrar cómo el índice estaba muy correlacionado con el índice financiero debido a que la mayor cantidad de acciones y obligaciones estuvo repartida dentro del sector bancario. A partir de 1999 después de la crisis bancaria y ante la liquidación de muchas instituciones, se puede notar cómo el índice bajó. Debido a esto, desde 1999 el ecu-index casi no ha aumentado, tendencia que podría ser revertida si empresas locales emiten acciones que coticen en las Bolsas de Quito o Guayaquil.

En la medida que nuevas empresas vayan entrando al mercado de valores está tendrá que aumentar.

### 7.7 Efectos multiplicadores.

La economía y las finanzas van de la mano, cuando los noticieros económicos y financieros buscan explicaciones sobre la situación económica de un país, siempre dirigen sus miradas hacia los índices bursátiles.

Sin duda en muchos países el reflejo de expectativas sobre el futuro de la economía recae en las bolsas de valores. Una manera de demostrar cuánto peso tiene el mercado de valores es comparando el valor de éste con el del PIB. El

cuadro 15 refleja cómo la bolsa ha perdido peso dentro de la economía Ecuatoriana.

Cuadro 15

	T. CREC.	% PIB
1990		1,2%
1991	42%	1,5%
1992	-7%	1,3%
1993	66%	1,8%
1994	212%	4,8%
1995	155%	11,2%
1996	112%	23,7%
1997	5%	24,9%
1998	-4%	21,9%
1999	103%	60,2%
2000	-68%	19,9%
2001	-35%	10,1%
2002	-7%	9,7%
TOTAL DESDE 1990		

Fuente Bolsa de Valores de Quito

En el Ecuador dos índices que representan los movimientos son las dos Bolsas de Valores, de Quito y Guayaquil.

También algunas empresas privadas han desarrollado diferentes maneras de medir las expectativas respecto al desarrollo de la economía, del mercado de valores, así como, de la confianza empresarial.

Deloitte & Touche, empresa interesada en proporcionar al sector empresarial información confiable y precisa para la toma de decisiones respecto a la situación económica del país y su evolución creó en el año de 1997, el "Índice de Confianza Empresarial".

El ICE es un estudio que permite medir la percepción del sector empresarial respecto a la situación actual y las expectativas económicas del país mediante una encuesta mensual dirigida a los principales ejecutivos de las 200 empresas más importantes del Ecuador.

La encuesta del ICE contiene preguntas respecto a temas importantes para el sector empresarial tales como:

- Evolución mensual de la inflación y de las tasas de interés.
- Comportamiento y expectativas de las ventas y de la inversión extranjera
- Análisis de la oferta y la fuerza laboral.
- Temas de actualidad relacionados con el entorno político, económico y social del país.

#### 7.8 La Demanda del mercado de valores.

Se estima que si se tomara los ingresos percibidos por los ecuatorianos formalmente empleados y su capacidad de ahorro, se podría obtener una apreciable suma de ahorro que podría ser canalizada hacia la inversión.

Es decir se puede tratar de encontrar una PMA (propensión marginal al ahorro) nacional, lo que permitiría apreciar de alguna forma los recursos que el país podría canalizar para aumentar la inversión, especialmente en el sistema productivo.

Esto implicaría el sacrificio momentáneo del consumo, con el fin de destinar recursos para crear mayor producción en el mediano plazo y largo plazo. Esto aumentaría las posibilidades de crecimiento económico nacional y generaría efectos benéficos tales como: la generación de plazas de trabajo, lo que produciría aumentos en el número de asalariados.

De igual forma se podría afirmar que si muchas empresas que posean las garantías de inversión necesarias para emitir obligaciones pudiesen atraer inversionistas de distintos orígenes, lo que les permitiría financiar distintos tipos de proyectos.

En caso de no existir el ahorro suficiente no existirían suficientes recursos que puedan ser canalizados hacia la inversión de estos proyectos.

Para canalizar una gran parte del ahorro que alimenta la oferta de recursos financieros privados en muchos países, se han creado fondos de jubilación tanto privados como públicos. La población de esta forma destina parte de sus ingresos periódicos para ser colocados en fondos de inversión, los que determinan la demanda por títulos valores .

Estos fondos son gerenciados por instituciones y/o personas profesionales, quienes adquieren títulos valores que proporcionan a sus depositantes o clientes una rentabilidad con cierto grado de riesgo de acuerdo a las inversiones y condiciones determinadas por el cliente.

**CAPÍTULO VIII****CONCLUSIONES**

Sin duda, el mercado de valores podría brindar mejores condiciones crediticias para los emisores de obligaciones en relación a las prevalecientes actualmente en el Sistema Bancario. Aunque solamente algunas empresas puedan entrar dentro de éste, debido a los altos costos y a la necesidad de cumplir con exigentes requerimientos que permitan que éstas tengan buenas calificaciones de riesgo, así como, un buen posicionamiento de su nombre en el mercado. Si la mayoría de estos emisores potenciales entrarían al mercado de valores, el ahorro interno privado y público podría convertirse más fácilmente en inversión. Sin embargo, el aumento de inversión dependerá especialmente de la calidad de proyectos que los agentes bursátiles puedan canalizar a través del mercado de valores. Debido a su estructura y reglamentación, este mercado puede transparentar de mejor manera la información del sistema bursátil que la del sistema bancario, especialmente en aspectos relacionados con el origen, rendimiento, y utilización de fondos.

Uno de los determinantes más importantes para el éxito de los mercados bursátiles es el nivel riesgo percibido por los inversionistas potenciales, es por lo tanto importante realizar análisis del riesgo existente a nivel general, así como, por sectores, lo que permitiría determinar los niveles de rentabilidad a ser requerida por inversionistas representativos en cada sector.

Hay que considerar, de igual forma, que el riesgo general y especialmente el del sector financiero no ha disminuido debido a que el sistema bancario no se ha reestructurado debidamente a pesar de la existencia de instituciones como la central de riesgos, la AGD y demás instituciones de control.

La operación de la central de riesgos no ha sido mejorada, por lo que es necesaria la creación de mecanismos de registro más detallados respecto a diferentes clientes y deudores y/o acreedores de los bancos. Información que permitiría respaldar y verificar el tipo de garantías presentada por los deudores y



apreciar su liquidez. Este sistema de registros debería también contar con un backup fuera del sistema bancario.

Bien se puede decir que los principales problemas del mercado de valores no son los provenientes de altos costos de la estructuración de la emisión, o de la baja calificación de riesgo de la misma, sino los que surgen por la falta de planteamiento de proyectos de largo plazo por empresas, que reúnan las características requeridas por las casas de valores en los proyectos presentados. El rendimiento de muchos de los recursos empleados por las empresas puede haber sido negativo debido a la alta tasa de inflación, pero especialmente debido a la falta de visión de algunas empresas para promover la inversión adecuada y rentable de estos recursos, ya que éstas deben ser planificadas con suficiente anticipación, con el fin que estos recursos sean obtenidos a plazos y a tasas adecuadas.

Otros de los limitantes de importancia para una empresa que desee entrar en el mercado de valores, constituye la obligación de reestructurar no solo sus sistemas contable-financieros sino, la obligación de diseñar e implementar sistemas de registro que permitan brindar a quienes lo demanden todo tipo de información que pueda afectarlas. Éste constituye un principio básico del mercado de valores donde la información debe ser transparente y oportuna.

Otro de los problemas que tienen muchas empresas para entrar en el mercado de valores se relaciona con la creencia de sus empresarios sobre la pérdida del control de su negocio, pues estiman que podría estar en peligro debido a la necesidad de transparentar información que consideran vital y estratégica.

Las empresas que deseen o entren al mercado de valores deberán demostrar continuamente que éstas funcionan de una manera eficiente y competitiva, en todos sus niveles operativos y procesos productivos o de prestación de servicios.

Otro de los puntos que debería ser reevaluado por los empresarios, es aquel que tiene que ver con la generación de utilidades y declaración de impuestos, pues cuando éstos son altos, éstos rubros representan una alta liquidez de la empresa, lo que muchos empresarios consideran inconveniente debido a razones impositivas. Esto se produce debido a que los impuestos demuestran que las

empresas tienen utilidades; condición que permitirá respaldar la generación de flujos de efectivo que permitan financiar cualquier tipo de incursión de una empresa en el mercado de valores.

Las empresas deberán además desarrollar indicadores de rentabilidad y buen manejo empresarial que son indicadores muy explícitos y ligados a la capacidad de pago de ésta.

En cuanto a la demanda potencial de títulos valores, ésta se puede asegurar siempre y cuando exista una generación de una rentabilidad adecuada y sostenida en el largo plazo que permita a los compradores, por ejemplo, mantener fondos de jubilación que posibiliten a quienes invirtieron en los mismos, contar con una jubilación decente lo cual no sucede en la actualidad.

La mayoría de empresas en Ecuador son familiares, por lo que es necesario realizar estudios con el fin de conocer si les interesa abrir sus cuentas y propiedad con el fin de lograr formas de financiamientos a tasas más convenientes. Por ejemplo la emisión de obligaciones o acciones preferentes podrían constituir los productos bursátiles más recomendables para empresas familiares, pues les permite mantener el control de la gestión de sus empresas.

Otro de los limitantes para el desarrollo del mercado de valores y la diversificación de oferentes es el acceso que muchas de las empresas grandes tienen a créditos bancarios a tasas de interés mucho más bajas que el promedio prevaleciente en el mercado.

El riesgo que poseen las instituciones financieras hace que las inversiones o colocación de ahorros en las mismas, no sea el mejor ni el más seguro debido a lo limitado del número de actores del sistema financiero, por lo que bien se puede asegurar que, es igual de seguro situar el dinero en una inversión con mejor calificación que la de un banco.

Para esto se estima que sería conveniente desarrollar un sistema global de indexación donde se tomen en cuenta todos los títulos valores cotizados por las

dos bolsas del país. Índices que permitirían medir el mercado de valores o el impacto que tendrían estos dentro de la economía ecuatoriana.

El tipo de depósito DECEVALE (Deposito Centralizado de Valores) que no funciona en la actualidad podría ser una función del Banco Central.

### RECOMENDACIONES

Hay que pensar en que mercado de valores y banca se complementan, el primero es a largo plazo, y el segundo a corto. Las bolsas hacen que ese largo plazo se vuelva más líquido y palpable a través del mercado secundario, el cual al estar regulado brinda diferentes tipos de información. El largo plazo tiene que ver con las expectativas de crecimiento y desarrollo, es algo que tiene que ser planificado desde cualquier punto de vista, para eso están las Bolsas de Valores.

Esquematizar de mejor manera un plan en el que participen activamente todos los actores del mercado, que logre un compromiso que plantee objetivos a largo mediano y corto plazo, y asigne de forma clara y explícita las responsabilidades y demás acciones que permitan realizar las transformaciones de este mercado a través de cambios que sean medibles y cuantificables en el tiempo, con el propósito de promocionar y dejar claras las ventajas del desarrollo del mercado de valores.

En cuanto a la necesidad de la reducción de costos de emisión de títulos valores, se podrían establecer esquemas de análisis de riesgo menos onerosos, mediante el aporte de instituciones y personas profesionales que puedan intervenir en la estructuración de proyectos de inversión. Entre estas instituciones podrían tener un rol relevante las universidades, las que podrían desarrollar procesos de estructuración de proyectos mediante sus alumnos, y académicos. Esto haría que varios de los costos, en lo que respecta a levantamiento de datos, puedan ser reducidos.

Otra de las posibilidades para llegar a montos importantes de emisiones podría constituir la creación de paquetes compuestos por varias empresas por sectores, las cuales puedan entrar en conjunto en una sola emisión, estos grupos harían que los costos antes mencionados disminuyan sustancialmente, quedando como principal y casi único costo el interés o rendimiento de la emisión, lo que la haría más conveniente. El monto, del costo total de la emisión, representaría una pequeña proporción en el momento en que las cantidades emitidas sean mayores.

Se debe anotar que para participar en el mercado de valores es necesario que una empresa posea un tamaño patrimonial adecuado, sin embargo, muchas empresas con estas características no lo han hecho.

Esto ha hecho que muchas empresas en el país hayan escogido a la banca como su principal o única fuente de financiamiento, teniendo que pagar en muchos casos tasas de financiamiento demasiado altas.

Se puede decir sin duda que la mayoría de las empresas grandes deberían utilizar el mercado de valores como fuente de financiamiento. Estas podrían obtener algunos puntos porcentuales de ventaja en relación a la ofrecida por la banca.

Sería conveniente expedir leyes que incentiven el desarrollo del mercado de valores, entre las que cuenten la existencia de ventajas tributarias para las empresas que incursionen en el mercado de valores.

De igual forma se deberían crear mecanismos que permitan dinamizar la democratización del crédito y destacar la importancia de la transparencia, de la buena gestión y control de las empresas, así como, la canalización oportuna de los reclamos cuando estos se produzcan. Hay que resaltar que la estructura del mercado de valores permite un mejor control y seguimiento de cada uno de sus participantes que los del sistema financiero.

Crear estrategias de integración de unidades empresariales en sectores con el propósito de crear consorcios que hagan que los participantes puedan acceder a



los montos mínimos necesarios de emisión, para así beneficiarse de menores costos financieros.

Propender a que el rol del Estado no sea sólo de controlador y regulador, sino además el de un facilitador de integración, que permita el desarrollo de tecnologías para mejorar productos, servicios y acceso a mercados. El Estado, de igual forma, debería ayudar a la fortificación de sectores claves para el desarrollo del sector empresarial a través de su especialización y creación de clusters empresariales dinámicos y competitivos.

#### Estrategia Propuesta

El desarrollo del mercado de valores tiene que representar uno de los hitos importantes a conseguirse, en el largo plazo, en la economía nacional.

La banca y el mercado de valores deben verse como elementos complementarios. Se debe plantear que una de las más importantes opciones para el financiamiento de proyectos, es la que se puede realizar a través del mercado de valores. Donde se pueden ofertar toda clase de títulos, para que de esta manera se pueda también dar cabida a la creación de un mercado secundario que pueda insertar liquidez al sistema. La banca, en el momento actual, funciona y seguirá funcionando como banca de consumo, a menos que se establezcan mecanismos que le permitan actuar como un medio o sistema de inversión.

Se considera necesario, por lo tanto, el cambio y la introducción de algunas leyes, no sólo en las relacionadas con el mercado de valores, sino también aquellas que incentiven la participación de empresas en el mercado de valores a través de estímulos tributarios para estas empresas. Uno de los cambios podría ser el impuesto al 1% para préstamos otorgados vía mercado de valores. Así como, obligar a empresas con deudas grandes a transformarlas en emisiones de obligaciones. Eso transparentaría y dejaría en claro quienes son los grandes morosos del país.



También hay que resaltar que deberán crearse mecanismos que permitan que la mayoría de la población comience a comprender conceptos como los de: riesgo, rendimiento y plazo.

Se debería considerar la creación de un nuevo esquema para el funcionamiento del Banco Central que permita integrar al sistema de pagos, la compensación de títulos valores, así como, la implementación de un sistema de seguimiento de todos los activos del sistema financiero, los cuales, deberán estar respaldados por registros dentro de éste, que engloba el sistema financiero y el mercado de valores. Crear mecanismos que permitan hacer un seguimiento mas detallado de registros conjuntamente entre la Superintendencia de Bancos y la de Compañías.

El propósito más amplio de este trabajo ha sido demostrar que existen muchas posibilidades de financiamiento e inversión para empresas e instituciones con oportunidades de crecimiento.

La nueva misión de la bolsa de valores ecuatoriana podría ser: añadir valor al capital, en el proceso manejo de activos, a través de la provisión de la más alta calidad de productos financieros, en un mercado auto regulado, que promueva confianza y entendimiento de los diferentes procesos, los cuales deberán servir como temas de discusión de los principales asuntos económicos nacionales. Buscando el crecimiento de capitales y de financiamiento productivo mediante el intercambio de instrumentos financieros, promoviendo la confianza y entendimiento de sus procesos.

A través de un mercado primario y secundario que brinde liquidez.

Existen en el Ecuador suficientes empresas con capacidad de cotizar en bolsa. Se deberán detallar más cuáles son estas empresas buscando la manera de que éstas entren dentro del mercado de valores.

El impacto en la economía ecuatoriana sería muy importante si el mercado de títulos valores aumenta su tamaño durante los próximos años. La inversión nacional aumentaría produciendo de esta manera un verdadero crecimiento económico.

Las características que tendrían que poseer los proyectos a ser financiados, mediante la emisión de títulos valores, en relación a rentabilidad y riesgo, deberían ser mejores que los internacionales. Así como debería existir una mejor difusión de la información y mayores garantías jurídicas como estatales que han prevalecido hasta el presente.

## ANEXO 1

### Perspectivas del Mercado de Valores y de inversión del Ecuador

#### Para las Casas de Valores

1. ¿Cuál es el costo de la Incursión que cobra cada casa de valores para realizar emisión de Valores?

5 a 10 mil dólares

Más de diez mil

O simplemente un porcentaje de la inversión

Menor a 1% uno Mayor a 1 %

2. ¿Qué factores se toman en cuenta para el cálculo de estos costos?

Tamaño de la empresa

Tamaño de la emisión

Tiempo del proceso de consultoría

3. ¿Cuál es el costo de trámites legales?

1- De 1 a 5 mil dólares

2- De 10 a 15 mil dólares

3- De 15 o más y cuánto más depende de

4. ¿Análisis de estos costos dentro de una emisión?

1- Legales

2- Publicitarios

3 - De tiempo y recolección de información

5. ¿Cuál considera sería el monto mínimo de emisión óptimo para emitir títulos valores?

1- De 100 a 300

2- De 301 a 400

- 3- De 700 a 1 millón
  - 4- Más de un millón y cuánto más
6. ¿Cuánto dura, en promedio, la emisión desde que el cliente acude por primera vez a sus oficinas hasta que se realiza la oferta pública en acciones?
- 1- Un mes
  - 2- De 1 a tres meses
  - 3- De 4 a 7 meses
  - 4- De 8 meses a más de un año
7. ¿Quién decide qué interés pagará el emisor en cada uno de los valores emitidos?
8. ¿Desde que los títulos valores son puestos en el sistema, cuánto tiempo estima que demorará hasta ser vendidos por completo?
- 1.- Un día
  - 2.- De dos a 12 días
  - 3.- De 14 días a un mes
  - 4.- Más de dos meses
9. ¿Se realiza algún trabajo de mercadeo y de qué tipo?
- 1.- Folletos
  - 2.- Prospectos
  - 3.- Tele marketing
10. ¿Realizan ellos un análisis preliminar del riesgo antes de que los haga la calificadora de riesgo?
- Si                      No
11. ¿Cómo realizan el análisis?
- Evalúan los flujos
  - La gestión de los gerentes
  - La cartera de clientes

● 12. ¿Cómo conocen a sus clientes?

Golpeando puertas

Amigos

En reuniones seminarios

Ellos vienen a nosotros

13. ¿Cuáles considera son las mayores ventajas y desventajas del Ecuador en el mercado de inversión?

Desventajas

● Inestabilidad política-económica

Mercado muy pequeño

Inestabilidad jurídica

Falta de cultura de inversión

Mala estructura económica

14. ¿Inversionistas e inversión extranjera?

¿Conocen a gente que esté interesada en invertir en el Ecuador?

Si no

Cuánto

● ¿En qué creen que estaría bien invertir?



## ANEXO 2

Para investigar la segmentación, se pidió a un funcionario de la Superintendencia de Compañías una base con todas las empresas constituidas; la base arroja un número de 30.271 empresas. Cada una consta, en la base, con su nombre, cuenta de activos, pasivos e ingresos totales para el año 2002. Con estos datos se aplicó un filtro del programa Excel con el cual se determinó cuántas empresas tienen más de 1 millón, más de 5 y más de 10 millones, o cualquier tipo de rango determinado entre activos, pasivos e ingresos.

La base de datos facilitada por la Superintendencia de Compañías, se encontraba de la siguiente manera:

A Diciembre del 2002

_nombre	ACTIVO	PASIVO	INGRESOS	NÚMERO
Primera empresa				1
.				2
.				3
.				4
Empresa 30744				30744

## **Bibliografía**

Paul Samuelson Economía Quinta edición 1998

Jeffrey Sachs Macroeconomía Cuarta Edición 1999

Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey f. Jaffe ..Finanzas Corporativas Quinta Edición

Oliver blanchard Daniel Perez Enri Macroeconomía Teoría Política Económica Con aplicaciones a América Latina.

Ernesto Ramírez Solano Moneda banca y mercados financieros

El día en que se hundió la bolsa

Acceso a financiamiento al mercado de valores. Ministerio de Economía Proyecto de Finanzas del Perú

Periódico El Financiero

Leyes y reglamentos del mercado de valores del mercado de Valores Superintendencia de Compañías

Proyecto de promoción y educación bursátil Superintendencia de Compañías Plan de Promoción del mercado de valores en el Perú  
<http://www.conasevnet.gob.pe/www/consulta-ciudadana/mercado%20de20%valores.htm>

[WWW.mef.gob.pe](http://www.mef.gob.pe)

Información General Bolsa de Valores de Quito pagina web [www.ccbvq.com](http://www.ccbvq.com)

Estadísticas de calificación de riesgo Superintendencia de Bancos  
[www.superbancos.com](http://www.superbancos.com)

Informes y Resúmenes Económicos Banco central de Ecuador.  
[WWW.bce.fin.ec](http://WWW.bce.fin.ec)