

**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL**

**FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES
BILINGÜE**

TÍTULO DEL TRABAJO PRÁCTICO:

**ANÁLISIS DE LA IMPORTANCIA DEL MERCADO DE VALORES
EN EL ECUADOR Y LA NECESIDAD DE DIFUSIÓN DE
CULTURA BURSÁTIL**

AUTOR (A):

MARIA GABRIELA MORAN MUÑOZ

**Trabajo Práctico de la Modalidad de Examen Complexivo de la
Unidad de Titulación Especial (UTE)**

Guayaquil, Ecuador

2015



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL**

FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES

CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES
BILINGÜE

CERTIFICACIÓN

Certificamos que el presente trabajo fue realizado en su totalidad por **MARIA GABRIELA MORAN MUÑOZ** como requerimiento parcial para la obtención del Título de **Ingeniera en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe**.

DIRECTORA DE LA CARRERA

Ing. Teresa Susana Knezevich Pilay, Mgs

Guayaquil, a los 11 días del mes de Septiembre del año 2015



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL**

**FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES
BILINGÜE**

DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

Yo, **MARIA GABRIELA MORAN MUÑOZ**

DECLARO QUE:

El Trabajo Práctico de la Modalidad de Examen Complexivo de la Unidad de Titulación Especial (UTE) **ANÁLISIS DE LA IMPORTANCIA DEL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR Y LA NECESIDAD DE DIFUSIÓN DE CULTURA BURSÁTIL** previa a la obtención del Título de **Ingeniera en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe**, ha sido desarrollado en base a una investigación exhaustiva, respetando derechos intelectuales de terceros conforme las citas que constan al pie de las páginas correspondientes, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía. Consecuentemente este trabajo es de mi total autoría.

En virtud de esta declaración, me responsabilizo del contenido, veracidad y alcance científico del Trabajo de Titulación referido.

Guayaquil, a los 11 días del mes de Septiembre del año 2015

EL AUTOR

María Gabriela Morán Muñoz



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL**

FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES

CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES

BILINGÜE

AUTORIZACIÓN

Yo, **MARIA GABRIELA MORAN MUÑOZ**

Autorizo a la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, la **publicación** en la biblioteca de la institución del Trabajo Práctico de la Modalidad de Examen Complexivo de la Unidad de Titulación Especial (UTE) **ANÁLISIS DE LA IMPORTANCIA DEL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR Y LA NECESIDAD DE DIFUSIÓN DE CULTURA BURSÁTIL**, cuyo contenido, ideas y criterios son de mi exclusiva responsabilidad y total autoría.

Guayaquil, a los 11 días del mes de Septiembre del año 2015

EL AUTOR

María Gabriela Morán Muñoz

AGRADECIMIENTO

AGRADEZCO EN PRIMER LUGAR A DIOS QUIEN ME HA DADO LA FORTALEZA PARA SEGUIR ADELANTE Y A MI MADRE QUIEN DESDE PEQUEÑA ME HA INCENTIVADO EN EL TRABAJO DURO Y LA PERSEVERANCIA ADEMÁS DE SIEMPRE BUSCAR LA SUPERACION.

MARÍA GABRIELA MORÁN

DEDICATORIA

ESTE TRABAJO ESTÁ DEDICADO A MI MADRE QUIEN SIEMPRE HA ESTADO A MI LADO A LO LARGO DE MI VIDA APOYÁNDOME DE FORMA INCONDICIONAL Y PARA MI NOVIO ROGER DEMERA QUIEN CADA DÍA ME MOTIVA A SEGUIR ADELANTE Y HA CONFIAR EN MIS CAPACIDADES.

MARÍA GABRIELA MORÁN

TRIBUNAL DE SUSTENTACIÓN

Econ. Servio Correa Macías

DECANO (e) o su DELEGADO

Ing. Teresa Susana Knezevich Pilay

DIRECTORA DE LA CARRERA

Ing. María Josefina Alcívar Avilés, Mgs

COORDINADORA DE TITULACIÓN

ÍNDICE GENERAL

RESUMEN EJECUTIVO	1
INTRODUCCION	3
2.- CAPÍTULO 1: GENERALIDADES	5
2.1 Antecedentes.....	5
2.2 Planteamiento del Problema.....	6
2.3 Justificación del Problema.....	6
2.4 Objetivos.....	7
2.4.1 Objetivo General.....	7
2.4.2 Objetivos Específicos.....	7
2.5 Hipótesis.....	7
2.6 Variables.....	8
3.- CAPÍTULO II: MARCO TEORICO	9
3.1 El Mercado Financiero.....	9
3.2 El Mercado de Valores.....	11
3.2.1 Principios básicos del mercado de valores.....	11
3.3 Definición de valor y su clasificación.....	13
3.4 Metodología.....	15
4.- CAPÍTULO III: DESCRIPCION DEL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR	16
4.1 Clasificación del mercado de valores.....	16
4.2 Desintermediación en el ámbito bursátil.....	18
4.3 El financiamiento en el mercado de Valores.....	19
4.4 Estructura del mercado de Valores ecuatoriano.....	25
4.5 Beneficios del Mercado de Valores.....	30
4.6 Justificación del Mercado de Valores.....	31
4.7 Ventajas del mercado de valores para las empresas.....	31

4.8 Análisis FODA.....	32
5.- CAPITULO IV: Análisis de la importancia del mercado de valores en el Ecuador y la necesidad de difusión de la cultura bursátil.....	35
5.1 Mecanismos de financiamiento en el mercado de Valores ecuatoriano.....	35
5.2 Análisis de la situación actual del mercado de valores en el Ecuador.....	41
5.3 Emisión de Obligaciones VS Titularizaciones.....	48
5.4 Cultura bursátil como elemento fundamental para el desarrollo del mercado de Valores ecuatoriano.....	61
CONCLUSIONES.....	64
RECOMENDACIONES.....	66
REFERENCIAS.....	67

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Montos bursátiles nacionales negociados (millones de dólares) Pág. 35

Tabla 2 Total de emisiones autorizadas por tipo de valor. Periodo 2010- Mayo 2015 Pág. 38

Tabla 3 Ventas del sector público por títulos negociados en las Bolsas de Valores Pág. 39

Tabla 4 Total de Obligaciones a nivel nacional Vs Tasa efectiva anual Pág. 43

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.- Movilización directa de Recursos: Ámbito bursátil: operación desintermediada Pág. 21

Figura 2.- Montos negociación a nivel nacional en valores de renta variable Pág. 22

Figura 3.- Montos Negociados a Nivel Nacional por Tipo de Renta Pág. 25

Figura 4.- Clasificación de valores de oferta pública en la estructura de activos, pasivos y patrimonio de una empresa Pág. 32

Figura 5.- Estructura del pasivo de una empresa con la emisión de valores de deuda Pág. 33

Figura 6.- Estructura del activo de una empresa con la emisión de titularizaciones de cartera Pág. 34

Figura 7.- Monto Nacional negociado Vs PIB Pág. 36

Figura 8.- Total emisiones de valores autorizadas en millones de dólares Pág. 37

Figura 9.- Valores Totales de autorizaciones de oferta pública. Periodo: 2010-Enero-Mayo 2015 Pág. 38

Figura 10.- Esquema de proceso de emisión de obligaciones Pág. 41

Figura 11.- Total de Obligaciones a nivel nacional Vs Tasa efectiva anual Pág. 43

Figura 12.- Total de autorizaciones de oferta pública de Enero-Mayo 2015 Pág. 44

Figura 13.- Total de emisiones autorizadas de obligaciones desde 2010 hasta Mayo 2015 Pág. 45

Figura 14.- Esquema del proceso de titularización Pág. 47

Figura 15.- Total de emisiones autorizadas de titularizaciones desde 2010 hasta Mayo 2015 Pág.49

RESUMEN EJECUTIVO

El mercado de valores es de vital importancia para el desarrollo de un país, representa una herramienta para canalizar el ahorro hacia la inversión y de esta forma impulsar el incremento de la productividad y obtener financiamiento sin recurrir a la banca tradicional.

Las empresas pueden obtener financiamiento en el mercado de valores a través de la emisión y negociación de títulos, los cuales son emitidos por empresas públicas o privadas y vendidos en el mercado bursátil a los inversionistas que dependiendo el riesgo y sus preferencias, opten por esta alternativa para obtener las ganancias esperadas.

El mercado de valores es un tipo de mercado financiero en el que se ofertan y demandan instrumentos de inversión de corto, mediano y largo plazo, el principal objetivo es ser partícipe de la intermediación de valores para que los emisores encuentren los recursos para sus necesidades específicas y los inversionistas adquieran instrumentos que les proporcionen rentabilidad a medida del riesgo que desean asumir.

El presente trabajo tiene como finalidad proveer información acerca del financiamiento y posibilidades de crecimiento que las empresas ecuatorianas pueden obtener en el mercado de valores, así como resaltar la importancia de una adecuada difusión de una cultura bursátil para que las empresas e individuos conozcan los mecanismos que posee el mercado de valores.

En el mercado bursátil de nuestro país, el cual es poco conocido por las empresas como una alternativa rentable de inversión y obtención de recursos; el mismo está en su mayor parte constituido por emisiones de renta fija, las cuales representan un 65.02% del total de emisiones autorizadas, según datos de la Bolsa de valores de Guayaquil, mientras las

emisiones de renta variable representan apenas cerca del 17% del total de emisiones, lo que podríamos atribuir en gran parte a la composición familiar de las compañías ecuatorianas y la falta de cultura bursátil así como el cierto grado de temor de los empresarios de perder el control y propiedad de sus negocios.

Palabras Clave: Inversión, financiamiento, instrumentos bursátiles, riesgo, cultura bursátil.

Keywords: Investment, leverage, risk, funding, traded securities, securities market's culture

1.- INTRODUCCIÓN

El mercado de valores es una herramienta esencial para el desarrollo de las naciones, representa una herramienta que permite canalizar el ahorro hacia actividades productivas, además de ser una fuente de financiamiento no tradicional del sistema financiero.

En el Ecuador se encuentra poco desarrollada la cultura financiera y prácticamente son limitadas las empresas que actualmente negocian en el mercado de valores, las cuales en su mayoría corresponden a grandes grupos empresariales.

Sin embargo con la información y difusión adecuada, las pequeñas y medianas empresas pueden empezar a obtener financiamiento en el mercado de valores y de esta forma romper el círculo vicioso de recurrir a la banca tradicional para otorgamiento de créditos cuyas restricciones son cada vez más estrictas debido a las regulaciones que han impuesto las leyes.

Frente a la realidad actual podemos decir que el mercado de valores representa un medio ágil para adquirir recursos financieros a través de la inversión en instrumentos bursátiles que dependiendo del riesgo y rentabilidad que se desee conseguir contribuyen al desarrollo de las empresas y desde el punto de vista de los inversionistas simbolizan mayores tasas de rendimiento en comparación a las ofrecidas por el sistema financiero.

“Al cumplir este ciclo de inversión- financiamiento se genera la desintermediación financiera, es decir que los recursos de los ahorristas, que pueden ser personas, empresas, la seguridad social, etc. Se canalizan directamente a la empresa emisora de valores y de esta forma se logran mejores condiciones para las dos partes, se financia la producción y el empleo y en este proceso se genera un círculo virtuoso para la economía del país” (Alvear, 2011)¹.

¹ Alvear, U. (2011). Inventario Bolsa de Valores de Quito 2010-2011, La Formación Financiera en el Ecuador. Pagina 22.

El Mercado ecuatoriano tiene un gran potencial para realizar inversiones que generen tasas de rentabilidad generosas y que favorezcan las actividades productivas mediante la negociación de valores por esta razón con el presente trabajo se busca generar interés para que las empresas en general consideren invertir en el mercado de valores como fuente de crédito para sus necesidades específicas y apertura de capitales incluso hacia mercados internacionales.

La importancia de la presente investigación es que permitirá conocer de forma más detallada las ventajas y oportunidades que representa el mercado de valores en la economía nacional para las empresas así como destacar la relevancia de difundir una cultura bursátil en nuestro país que al momento es muy básica en gran parte por la falta de información y promoción de las bolsas de valores de Guayaquil y Quito para lo cual se realizará un análisis de la evolución de los principales instrumentos bursátiles en nuestro país y la relevancia de la difusión de los mecanismos y beneficios que provee el mercado de valores.

El presente trabajo consta de cuatro capítulos, a través de los cuales se aborda el tema de investigación de la siguiente manera:

En los capítulos 1 y 2 se presentan aspectos teóricos sobre el mercado de valores como parte de los mercados financieros y los principales instrumentos bursátiles que se encuentran disponibles en nuestro país.

En el capítulo 3 se realiza un análisis de las principales características del mercado de valores a través de un análisis FODA y describiendo las ventajas y desventajas de invertir en la bolsa entre otros aspectos.

En el capítulo 4 se realiza un análisis de los mecanismos de negociación vigentes en el mercado de valores ecuatoriano y la evolución de los principales instrumentos como las

obligaciones y titularizaciones como opciones de financiamiento así como destacar la relevancia de un programa e impulso de difusión de una cultura bursátil adecuada.

2.- CAPITULO I: GENERALIDADES

2.1 Antecedentes

El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador se encuentra relacionado directamente con la historia de la bolsa de comercio, cuya creación no fue suficiente para estimular el desarrollo de un mercado de valores.

Después de casi 30 años hasta que en 1935 se estableció en Guayaquil la así llamada “Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A.”, con una vida muy corta, desde mayo de 1935 a junio de 1936. La *Comisión de Valores- Corporación Financiera Nacional* se crea en el año de 1964, la misma señalaba la importancia de promover la creación de la bolsa de valores. En julio de 1969 se ratificó la decisión mediante la cual se dispuso el establecimiento de bolsas de valores en las ciudades de Guayaquil y Quito. Finalmente el 26 de Mayo de 1993 se expide la primera Ley de Mercado de Valores. En concordancia con la ley, el Consejo Nacional de Valores (CNV) se encargará de establecer la política general del mercado de valores y servir como ente regulador de su actividad. (Superintendencia de Compañías, 2006)²

Finalmente en el año de 1998 se dicta una nueva reforma a la Ley de Mercado de Valores en la cual se amplían conceptos como las titularizaciones y el rol de los fideicomisos además se detalla las funciones y atribuciones de los organismos de control.

2.2 Planteamiento del Problema

En nuestro país el mercado de valores no cumple a cabalidad su función de servir como medio de intermediación entre los oferentes y demandantes de valores con el fin de financiar el

² Superintendencia de Compañías. (2006). *Guía Estudiantil del Mercado de Valores*. Quito.

ahorro hacia actividades productivas, esto se debe en gran parte a la falta de conocimiento de parte de las empresas y los inversionistas de los diversos mecanismos que posee el mercado de valores además de la tendencia hacia el empleo de instrumentos ofertados por la banca tradicional.

Uno de los factores de mayor influencia es la composición familiar de las empresas ecuatorianas por lo cual los empresarios tienen cierto grado de temor ante la posibilidad de compartir la propiedad de sus empresas o de adquirir compromisos de deuda, sólo las grandes empresas han empezado a negociar en Bolsa y actualmente sus inversiones gozan de buenas calificaciones de riesgo.

2.3 Justificación del Problema

El presente trabajo se lleva a cabo debido a la importancia del mercado de valores como fuente de financiamiento a largo plazo para las empresas y como medio para canalizar el ahorro y aumentar la productividad lo cual contribuye directamente a la generación de empleo y a impulsar el dinamismo de la economía. Además debido a la escasa información bursátil se destaca la importancia de dar a conocer los principales medios y organismos que participan del mercado de valores para que con información real y oportuna las empresas e individuos puedan emplear mejores opciones de inversión a través de las herramientas bursátiles.

El propósito del trabajo es analizar las opciones de inversión que proveen las negociaciones en las bolsas de valores locales como alternativas para obtención de liquidez para las empresas así como destacar la relevancia de la difusión de información y asesoría acerca del mercado de valores.

2.4 Objetivos

2.4.1 Objetivo general

Analizar la importancia del mercado de valores como fuente de financiamiento para las empresas y la necesidad de una adecuada culturalización bursátil.

2.4.2 Objetivos Específicos

- Dar a conocer los principales mecanismos de negociación e instrumentos que posee el mercado de valores en el Ecuador.
- Analizar la situación actual del mercado de valores ecuatoriano y sus principales actores.
- Realizar un diagnóstico en base a la evolución e importancia de dos principales instrumentos: obligaciones y titularizaciones como medios de financiamiento para las empresas.
- Destacar los principales medios de información y campañas que buscan fomentar la cultura bursátil.

2.5 Hipótesis

El mercado de valores ecuatoriano presenta problemas estructurales debido a la falta de conocimiento del público en general en relación a las alternativas que ofrece de lo cual nace la importancia de la difusión y promoción de los instrumentos y mecanismos que posee el mercado de valores como fuente de financiamiento e inversión.

2.6 Variables

Las variables dependientes e independientes para la comprobación de la hipótesis planteada son:

Variable independiente:

Y1: Mercado de valores como fuente de financiamiento en el Ecuador

Variables dependientes:

X1: Análisis y diagnóstico de la situación actual

X2: Datos estadísticos de emisiones de obligaciones y titularizaciones como instrumentos principales.

X3: Principales medios de difusión de cultura bursátil.

3.- CAPITULO II: MARCO TEORICO

3.1 El Mercado Financiero

Los mercados financieros juegan un papel de suma importancia en la economía de un país, debido a que permiten la movilización del ahorro y su desplazamiento hacia actividades productivas, en pocas palabras posibilita la vinculación entre oferentes y demandantes a fin de financiar las actividades en corto, mediano y largo plazo.

Es el espacio físico o virtual en el cual se negocian instrumentos financieros entre los participantes que pueden ser inversionistas o ahorristas y los empresarios con el fin de conseguir financiamiento para expandir o incrementar la participación en el mercado en el caso de las empresas y en el lado de los inversionistas les permiten aumentar su capital y obtener rentabilidad.

La evidencia del positivo impacto de sólidos mercados financieros en la economía de países industrializados puede evidenciarse en naciones como Estados Unidos e Inglaterra, que han visto importantes mejoras en sus economías a través de la amplia gama de asignación del ahorro, riesgo y diversificación que pueden llevarse a cabo a través de los diversos instrumentos que forman parte de los mercados financieros.

Así mismo en varios países de Latinoamérica se ha dado relevancia al desarrollo de eficientes mercados financieros, lo que ha permitido economías más eficientes, la inflación ha disminuido en parte debido a la disponibilidad de crédito y la canalización de recursos hacia la producción, así mismo ha facilitado la tarea de gestionar y cubrir riesgos y de esta forma hacer frente a la volatilidad de una forma más eficaz.

El establecimiento de mercados más sólidos es entonces un gran reto que los países en vías de desarrollo deben asumir para a su vez fomentar sectores financieros más eficientes para ello los gobiernos deben crear marcos regulatorios claros y aplicarlos uniformemente, y mantener una sólida supervisión financiera, reduciendo al mismo tiempo los obstáculos jurídicos y reglamentarios innecesarios que frenan su funcionamiento eficaz. Estos son desafíos enormes, pero la experiencia en economías avanzadas y en algunas economías emergentes indica los posibles caminos a seguir y señala los errores que deben evitarse. (Figerato, 2007)³

Una definición técnica del mercado financiero es un lugar o situación que ofrece un mecanismo facilitador para que los agentes económicos puedan intercambiar sus recursos financieros; o una definición más sencilla es que los mercados financieros son intermediarios de recursos entre los que los poseen y los que lo necesitan. (Gomez, 2011)⁴

Se puede clasificar al mercado financiero como de dinero y de capitales, el primero se orienta hacia el financiamiento de corto plazo y el segundo destinado a financiar actividades de mediano y largo plazo, para lo cual las empresas deben complementar una adecuada administración de los recursos en correspondencia con las necesidades del capital, en este sentido es necesario conocer las alternativas de financiamiento que provean rentabilidad y sean accesibles y representen costes menores que las tradicionales.

Como parte de los mercados financieros tenemos al mercado de valores que en nuestro país es poco conocido debido en gran parte a la falta de información y un marco regulatorio claro para los intervinientes más sin embargo ha sido empleado por varias instituciones del sector público y privado para el financiamiento de actividades y proyectos.

³Figerato, R. R. (2007, Agosto 22). *Crecimiento económico y desarrollo del mercado financiero: Fortalecimiento de la integración*. Retrieved from Fondo Monetario Internacional: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2007/082207s.htm>

⁴ Gomez, L. A. (2011). *Manual de financiamiento para empresas*. Ecuador: Ediciones Holguin S.A.

3.2 El Mercado de Valores

“El Mercado de valores, siendo parte de los mercados financieros, canaliza el ahorro del público hacia la inversión y hacia la generación de nuevas fuentes de financiamiento, a través de un rendimiento económico que resulta de compartir el riesgo de las empresas, orientado al superávit económico hacia la inversión y no hacia el consumo” (Orellana, 2011)⁵

Al ser parte integrante de los mercados financieros se constituyen como un medio eficaz para canalizar los recursos económicos en el cual se produce una intermediación que permite el acercamiento de quienes demandan fondos y quienes los ofrecen, esta canalización es posible en un entorno de transparencia y acceso a la información.

En el mercado de valores se reúnen los que ofertan valores y los inversionistas o quienes los adquieren. Los oferentes de valores son quienes requieren financiamiento, entre los principales se encuentran los organismos públicos y compañías del sector privado pertenecientes a diversos sectores de la economía. Por otro lado los inversionistas son quienes demandan los títulos negociados y buscan tasas atractivas y rendimientos a corto plazo.

3.2.1 Principios básicos del mercado de valores⁶

El mercado de valores se fundamenta en varios principios básicos, de los cuales se habla a continuación:

1. **Acceso irrestricto a la información:** Es uno de los principios básicos que establece que los inversionistas deben poseer información cierta, oportuna y completa, es decir para tomar decisiones adecuadas se debe conocer al detalle la operación a realizar por

⁵ Orellana, F. (2011). Inventario 2011-2012. Buena Gobernanza en el mercado de valores. Existe alguna relación? Quito: Bolsa de Valores de Quito.

⁶ Folleto “El Mercado de valores en el Ecuador” Pág. 6. Superintendencia de compañías.

lo cual en el país existen entidades que promueven y garantizan la protección al inversionista.

Tal como lo establece la Ley de Mercado de Valores en su artículo 25:

“Las entidades registradas deberán divulgar en forma veraz, completa, suficiente y oportuna todo hecho o información relevante respecto de ellas, que pudieren afectar positiva o negativamente su situación jurídica, económica o su posición financiera o la de sus valores en el mercado, cuando éstos se encuentren inscritos en el Registro del Mercado de Valores”⁷

2. **Obtención ágil y directa de recursos:** En cierta medida las empresas pueden obtener de manera oportuna y rápida los recursos para financiar sus proyectos o aumento de capital de trabajo siempre que cumplan con las condiciones establecidas en la normativa y gocen de estabilidad que les otorgue credibilidad en el mercado de esta forma se promueve el interés de los inversionistas.
3. **Transparencia y precio justo de los valores:** En nuestro país existe una constante competencia entre los intermediarios de valores, quienes crean ese vínculo entre la oferta y la demanda para lo cual se debe trabajar sobre valores transparentes y equitativos en relación a las condiciones del mercado, características del emisor y la economía en general.
4. **Gobierno corporativo:** La empresa familiar es la célula societaria en el Ecuador, sin embargo con el crecimiento del mercado de valores y las necesidades que afrontan las empresas, la apertura de capitales hacia la inversión nacional y extranjera es una realidad mucho más cercana, lo cual beneficia al país en general con empresas capaces de desenvolverse y proyectarse internacionalmente.

⁷ Ley de Mercado de Valores, Título VI, Artículo 25.

3.3 Definición de valor y su clasificación

De acuerdo a Ley de Mercado de Valores, Título I, Artículo 2: Se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores⁸.

Los valores son títulos que emiten las empresas e instituciones del Estado en relación a sus necesidades específicas para obtener recursos y financiar sus actividades, estos valores son adquiridos por los inversionistas quienes poseen un derecho sobre el documento y esperan obtener un rendimiento en relación al plazo y riesgo asumidos, para lo cual existen diversos tipos de títulos que deben ser analizados en base a sus características particulares antes de realizar una inversión.

Los valores pueden clasificarse de acuerdo a los siguientes criterios:

1.- Según su naturaleza se clasifican en valores de participación o de contenido crediticio.⁹

Los valores de participación son aquellos que permiten la participación del patrimonio de la empresa en relación a la inversión realizada de parte de los tenedores un ejemplo de ello son las acciones. Los valores de contenido crediticio representan una obligación del emisor a favor de quienes adquieren estos valores un ejemplo de ello son las obligaciones.

⁸ Ley de Mercado de Valores, Título I, Artículo 2

⁹ Folleto "El Mercado de Valores en el Ecuador" pagina 13. Superintendencia de Compañías

2.- Según la garantía los valores se clasifican en: valores con garantía de bienes, hipotecaria, prendaria y colateral.

Los valores con garantía de bienes se encuentran respaldados con bienes del emisor es decir con su patrimonio, los de garantía hipotecaria tal como su nombre lo indica su cumplimiento está garantizado por una hipoteca sobre uno o varios bienes inmuebles o maquinaria, los valores con garantía prendaria se respaldan en la prenda que se establece sobre uno o más bienes y por último los valores con garantía colateral son aquellos donde el emisor debe entregar una garantía adicional de la principal entregada.

3.- Según la designación del titular los valores se clasifican en: valores al portador, a la orden y nominativos.

Los valores al portador son expedidos a quien los porte es decir no son específicamente asignados a alguien, por el contrario los valores a la orden se emiten a favor de alguien en particular y le pertenece exclusivamente al titular quien si desea transferir dicho valor debe realizar un endoso y por último los valores nominativos se expiden de manera exclusiva a favor de su titular quien debe estar inscrito en el registro del emisor.

4.- Según el emisor los valores pueden pertenecer al sector público como al sector privado.

Los valores del sector público son emitidos únicamente por entidades del sector público tales como el Estado, municipalidades y demás instituciones de derecho público, en esta categoría se encuentran los bonos del estado, certificados de tesorería, bonos municipales etc. En contraparte los valores del sector privado son emitidos por personas jurídicas que pertenecen al sector privado entre los cuales se encuentran las acciones, obligaciones, pagarés, avales bancarios entre otros.

5.- Según la rentabilidad los valores se clasifican en valores de renta fija y de renta variable.

Los valores de renta fija son aquellos que establecen su plazo, vencimiento y rendimiento de tal forma que es conocido por quien los adquiere, la rentabilidad puede fijarse en relación a una tasa de interés o descuento en el precio al momento de la emisión o durante la negociación, la característica principal es que estos valores no dependen del desenvolvimiento y resultados financieros del emisor, lo opuesto son los valores de renta variable que dependen del resultado del desempeño financiero del emisor, por lo tanto su rentabilidad varía en relación a las fluctuaciones de precio en bolsa, expectativas futuras y desenvolvimiento general del emisor durante un periodo determinado.

6.- Según el tipo de vigencia, los valores se clasifican en valores de corto plazo y de largo plazo.

Los valores de corto plazo son aquellos cuya vigencia es menor a un año y los de largo plazo por lo general se establecen por periodos mayores a 360 días.

3.4 Metodología

Para el presente trabajo se empleó una investigación de carácter descriptiva ya que se analizarán las características entre la situación del mercado de valores en nuestro país y las opciones de financiamiento que se ofrecen a las empresas a través de las negociaciones en la Bolsa de Valores.

El enfoque toma en consideración aspectos cualitativos como el análisis FODA en relación al mercado de valores ecuatoriano así como aspectos cuantitativos obtenidos de las principales estadísticas por tipo de mercado e instrumentos que se encuentran disponibles en las páginas de las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito.

4.- CAPITULO III: DESCRIPCION DEL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR

En el Ecuador el mercado de valores es regulado por la Superintendencia de Compañías y por el Consejo nacional de Valores, quienes promulgan las normas y leyes para el correcto funcionamiento del mercado y ejercen control sobre las actividades que se llevan a cabo.

En nuestro país, el mercado está dividido por las operaciones que se llevan a cabo en las bolsas de valores ubicadas en Guayaquil y Quito que proveen medios de información y estadísticas a los usuarios que conjuntamente con la Ley de Mercado de valores tienen como propósito precautelar los intereses de los inversionistas y las empresas y establecer niveles equitativos de oportunidades para todos los participantes.

Es importante mencionar que desde el establecimiento de operaciones de las bolsas de valores, predominantemente han sido los bancos y principales consorcios empresariales quienes se dieron la oportunidad de superar barreras de conocimiento y estructurales en un país donde prevalece la empresa familiar, el financiamiento a través del sector bancario y la inversión a corto plazo como núcleo de nuestra sociedad.

4.1 Clasificación del mercado de valores

El Mercado de Valores se puede clasificar de acuerdo a los siguientes criterios.

Por su organización se subdivide en los siguientes mercados:

Mercado Bursátil: Lo conforman todas aquellas operaciones de compra/venta cuyos valores se encuentran debidamente inscritos en el Registro de Mercado de Valores y en las bolsas de valores a nivel nacional y cuyas operaciones se realizan a través de intermediarios autorizados.

Mercado extrabursátil: Está compuesto por todas las operaciones de compra/venta que se encuentran inscritas en el Registro de Mercado de valores sin embargo se llevan a cabo fuera de las bolsas de valores a través de los intermediarios un ejemplo de ello es el mercado OTC(Over the Counter) en Estados Unidos, donde las empresas pueden negociar instrumentos bursátiles sin la exigencia de tantas formalidades que demandan las bolsas oficiales como New York Stock Exchange y cuya capitalización sea menor a un millón de dólares.

Mercado Privado: Corresponden a las negociaciones que se llevan a cabo sin la intermediación de operadores de valores autorizados y se canalizan directamente entre el comprador y vendedor por lo general los valores tranzados no se encuentran inscritos en el Registro de Mercado de Valores o a su vez pueden estar inscritos pero son producto de transferencia de acuerdo a los parámetros que establece la Ley de Mercado de Valores.

Mercado Público: Son aquellas operaciones que se realizan bajo la intermediación de un operador de valores autorizado tal como lo determina la Ley de Mercado de valores, Título I, artículo cuatro:

“La intermediación de valores es el conjunto de actividades, actos y contratos que se los realiza en los mercados bursátil y extrabursátil, con el objeto de vincular las ofertas y las demandas para efectuar la compra o venta de valores. Son intermediarios de valores únicamente las casas de valores, las que podrán negociar en dichos mercados por cuenta de terceros o por cuenta propia, de acuerdo a las normas que expida el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.)”¹⁰

Según la madurez de la obligación se puede clasificar de la siguiente forma:

Mercado Primario: En este mercado se produce la oferta inicial de valores donde emisores e inversionistas participan en la compraventa de títulos de renta fija o variable por primera vez.

¹⁰ Ley de Mercado de Valores, Título I, Artículo 4, Inciso 1

El gobierno, compañías y otros grupos obtienen financiamiento a través de instrumentos de deuda o de propiedad. El mercado primario es en el cual los inversionistas pueden comprar por primera vez las emisiones de valores que salen al mercado, el emisor recibe el dinero proveniente de la venta el cual a su vez es empleado para solventar operaciones o expandir el negocio. Por lo general compañías suscriptoras como bancos inversores establecen un rango de precios para iniciar la compraventa de un título y luego supervisan su venta directa a los inversionistas en general.

Mercado Secundario: Corresponden a las operaciones que subsisten a raíz de las emisiones por primera vez que se llevan a cabo en el mercado primario, en este mercado los inversionistas en general compran los títulos a los inversores institucionales, bancos o empresas del sector público, en lugar de adquirirlos directamente de los emisores. Por lo general los precios de los títulos negociados en este mercado son susceptibles a la influencia de las fuerzas de oferta y demanda en lugar de ser establecidos a partir de su emisión tal como ocurre en el mercado primario.

4.2 Desintermediación en el ámbito bursátil

Una operación desintermediada es posible a través del mercado de valores en el cual no interviene directamente una institución financiera, son los emisores quienes emiten títulos que se negocian en las bolsas de valores a través de las casas de valores, de las cuales se hablará más adelante.

Los emisores quienes son asesorados por las casas de valores determinan la colocación de sus títulos optando por las alternativas que mejor convengan a sus necesidades y requerimientos de capital, de acuerdo a su capacidad de pago y las tasas de intereses y plazos que ofrece cada instrumento entre ellos tenemos obligaciones, acciones, papel comercial, pólizas de acumulación, bonos del Estado, certificados de depósito, etc.)

Por su parte los inversionistas reciben asesoría especializada por las casas de valores y una vez analizadas las opciones deciden adquirir los títulos que mejor satisfaga sus necesidades de aumento de la inversión de la mano con el riesgo asumido.

Figura 1
Movilización directa de Recursos: Ambito bursatil: operación desintermediada



Fuente: Guía estudiantil de mercado de valores
Superintendencia de Compañías. Septiembre 2006
Recuperado de: <http://www.supercias.gob.ec/portal/>

4.3 El financiamiento en el mercado de Valores.

Las razones por las cuales las empresas buscan financiamiento son diversas, las más comunes son obtener recursos para sustentar nuevos proyectos, adquirir mayor participación en el mercado, aumentar capital de trabajo o mejorar la estructura de su capital. Por tradición las instituciones bancarias y conocidos grupos empresariales encabezan las emisiones de renta fija y variable en nuestro país, sin embargo el mercado de valores es un nicho potencial para las pequeñas y medianas empresas que pueden vencer los obstáculos de conocimiento para participar del mercado de esta forma no sólo obtienen la liquidez en relación a sus necesidades sino también prestigio y posibilidades de crecimiento y potencial atractivo hacia las emisiones que puedan realizar.

4.3.1 Los valores que se negocian

Tal como se explica en párrafos precedentes, dependiendo el tipo de valor los mismos pueden representar un crédito para el tenedor o quien los adquiere y una deuda para el emisor o su vez un reconocimiento de participación patrimonial en la compañía del emisor.

4.3.2 Valores de renta variable

Son aquellos activos financieros que dependen del resultado del ejercicio económico del emisor en forma de dividendos y capital y no tienen un rendimiento conocido al momento de la emisión.

El principal instrumento dentro de esta categoría son las acciones son títulos que representan una participación de la propiedad de acuerdo al capital aportado, las mismas confieren a quienes las adquieren la condición de accionista y entre los principales tipos se encuentran las acciones preferentes y acciones comunes.

Los rendimientos que proporcionan las acciones varían dependiendo del desenvolvimiento del emisor, condiciones del mercado y posición de la compañía, los mismos se pagan a los accionistas a través de dividendos que puede entregarse de forma de dinero en efectivo o como dividendos en acciones, más adelante en el presente trabajo se hablará sobre estos instrumentos.

En el Ecuador las emisiones de renta variable han tenido una tendencia decreciente, en los últimos siete años ha experimentado escasos crecimientos en relación al total emitido, en el año 2009 se observa un crecimiento importante, luego de esto se observa una tendencia estable con una participación escasa y finalmente el año pasado se observa un crecimiento del 88% con respecto al periodo anterior debido a importantes emisiones de acciones de empresas relacionadas al sector forestal tal como se puede apreciar en la Figura 2.

Figura 2
Montos negociación a nivel nacional en valores de renta variable



Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Informe mensual Junio 2015

Recuperado de: http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/informacion-tecnica-mensual/150710172937-54a1c46df25e0366656c94fd0a9ebb87_InfTecnicaJunio15.pdf

4.3.3 Valores de renta fija

Se caracterizan porque los plazos y rendimiento de la inversión son conocidos al adquirirlos o durante la negociación, no dependen del ejercicio económico del emisor. Estos valores se pueden adquirir con una tasa de descuento, con una prima/premio o a la par en función del precio de negociación en el mercado. Se los puede clasificar en dos clases: de corto y de largo plazo.

1. Valores de corto plazo con tasa de interés: Corresponden a aquellos que se caracterizan por plazo de vigencia entre uno y trescientos sesenta días además generan una tasa de interés.¹¹

¹¹ Página Web de la Bolsa de Valores de Quito. Recuperado de: <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/que-se-negocia/>

Los principales son:

- **Pagarés:** Son emitidos por instituciones financieras establece, un compromiso entre el emisor quien se compromete a pagar en un determinado periodo cierta suma de dinero al inversionista.
- **Pólizas de Acumulación:** Son instrumentos emitidos por instituciones financieras con un plazo determinado y a una tasa de interés de corto plazo, por lo general permiten la captación de recursos para proveer créditos a otras personas, cabe recalcar que este título no se puede redimir antes de su vencimiento.

Entre otros

- Papel Comercial:
- Certificados de depósito
- Certificados de inversión
- Certificados de ahorro
- Certificados financieros

2.- Valores de corto plazo con descuento: Se caracterizan porque su vigencia total va desde uno hasta trescientos sesenta días, no generan intereses y su precio se fija en base a un descuento en la compra/venta.¹²

Los principales son:

- Cupones
- Letras de Cambio
- Cartas de crédito domestica
- Aceptaciones bancarias
- Certificados de Tesorería

¹² Página Web de la Bolsa de Valores de Quito. Recuperado de: <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/que-se-negocia/>

- Títulos del Banco Central TBC

3.- Valores de largo plazo: Son aquellos cuyo plazo es superior a trescientos sesenta días y generan una tasa de interés.

Los principales son:

- **Bonos del Estado:** Son aquellos emitidos por instituciones del sector público, en este caso el gobierno a través del Ministerio de economía, su objetivo principal es financiar el déficit e invertir en obras o nuevos proyectos. En el mes de mayo del año pasado el gobierno autorizó la segunda emisión del 2014 por un monto histórico de 100,000,000.00 millones de dólares a un plazo de 20 años.
- **Cedulas Hipotecarias:** Son aquellos títulos cuyo emisor son instituciones financieras y su propósito es financiar la construcción o adquisición de viviendas, pagan una tasa de interés fija y su garantía se respalda en el valor total de los créditos que emite la compañía.
- **Obligaciones:** De acuerdo a Ley de Mercado de Valores, Título XVII en su artículo 160 establece:

“Son los valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en Ecuador u organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a carga de la emisora”.¹³

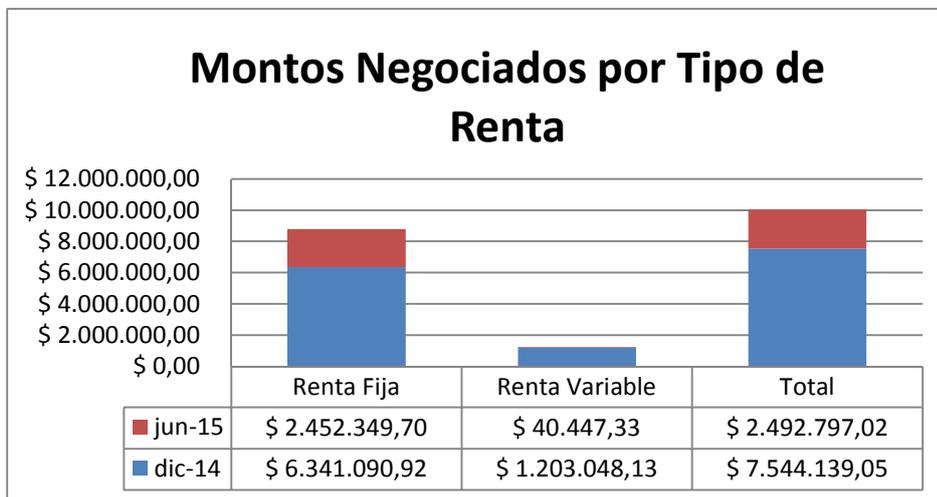
Es decir las obligaciones representan una deuda para el emisor y un crédito para el inversionista y son utilizadas con la finalidad de obtener financiamiento del público sin la participación de intermediarios financieros. Es un mecanismo de captación de recursos directo, el emisor obtiene dinero del público bajo condiciones y costos más favorables que aquellos ofrecidos por préstamos bancarios.

¹³ Ley de Mercado de Valores, Título XVII, Artículo 160.

- **Valores de Titularización:** Corresponde a un mecanismo de financiamiento cuyo objetivo es la conversión de activos que generen flujos de efectivo o derechos sobre flujos futuros, en valores aptos para ser negociados en el mercado de valores a través de la oferta pública

Los valores de renta fija tradicionalmente son el fuerte en el mercado de valores ecuatoriano, debido a como se ha venido explicando a lo largo del trabajo, en nuestro país la cultura bursátil es escasa y las empresas optan por emitir títulos de deuda sin comprometer la estructura del capital de la compañía. Según datos de la Bolsa de Valores de Quito publicados en su boletín pulso bursátil hasta Junio de lo que va del presente año, las negociaciones de renta fija ascienden al 84% del total de transacciones por tipo de renta, lo cual 63% le corresponde al sector público y 27% al sector privado tal como se puede apreciar en la Figura 3.

Figura 3
Montos Negociados a Nivel Nacional por Tipo de Renta



Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Boletín Pulso Bursátil, Junio 2015

Recuperado de: http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/informacion-tecnica-mensual/150710172937-54a1c46df25e0366656c94fd0a9ebb87_InfTecnicaJunio15.pdf

4.4 Estructura del mercado de Valores ecuatoriano

En el mercado de valores ecuatoriano interactúan:¹⁴

1. Normativa
2. Reguladores
3. Supervisores, fiscalizadores
4. Emisores
5. Inversionistas
6. Intermediarios
7. Mercado
8. Liquidación de Valores
9. Entidades de apoyo

1.- Normativa: En Ecuador se encuentra vigente la Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos como marco legal en curso. La ley fue expedida en 1993 y en ella se definieron los roles de las entidades participantes en el mercado de valores entre lo más destacado también se creó el Registro Nacional de Valores y el Consejo Nacional de Valores además se estableció que las bolsas de valores serian corporaciones civiles en lugar de sociedades anónimas.

La última reforma a la Ley estableció nuevas regulaciones para el funcionamiento de las casas de valores y se amplió la normativa sobre los fideicomisos además se incluyó la figura de la titularización.

2.- Reguladores

Consejo Nacional de Valores: Es un organismo adscrito a la Superintendencia de compañías que tiene a su cargo la función de regulación del mercado de valores. De acuerdo en lo

¹⁴ Guía Estudiantil del Mercado de Valores, Superintendencia de compañías, Página 14

dispuesto en el artículo 9, Título I, de la Ley de Mercado de Valores entre las atribuciones del Consejo Nacional de Valores se encuentran:¹⁵

- Establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento;
- Impulsar el desarrollo del mercado de valores, mediante el establecimiento de políticas y mecanismos de fomento y capacitación sobre el mismo;
- Promocionar la apertura de capitales y de financiamiento a través del mercado de valores, así como la utilización de nuevos instrumentos que se puedan negociar en este mercado;
- Expedir las normas complementarias y las resoluciones administrativas de carácter general necesarias para la aplicación de la presente Ley;
- Expedir las normas generales en base a las cuales las bolsas de valores y las asociaciones gremiales creadas al amparo de esta Ley podrán dictar sus normas de autorregulación.

3.- Reguladores/Fiscalizadores

Superintendencia de Compañías: Es la institución que se encarga de controlar las operaciones del mercado de valores y velar por que se ejecuten las políticas establecidas en la Ley. Según el artículo 10 de la ley de mercado de valores, Título I, las principales atribuciones de la Superintendencia de compañías en relación al mercado de valores son:¹⁶

- Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por el C.N.V.
- Inspeccionar a las partes intervinientes en el mercado de valores en cualquier momento así como poder acceder a sus registros contables y demás documentos necesarios para examinar su funcionamiento.

¹⁵ Ley de Mercado de Valores, Título I, Artículo 9

¹⁶ Ley de Mercado de Valores, Título I, Artículo 10

- Velar por la observancia y cumplimiento de las normas que rigen el mercado de valores.
- Entre otras

4.- Emisores

Los emisores son los protagonistas del mercado de valores quienes básicamente emiten títulos de renta fija o variable que a su vez al ser colocados en el mercado son adquiridos por los inversionistas, por lo general los emisores utilizan el mercado de valores como herramienta de financiamiento de lo cual obtienen mejores beneficios que de usar otra alternativa de crédito.

El objetivo esencial que los emisores esperan obtener es una opción de captación de recursos de los inversionistas para sustentar actividades productivas, sustituir pasivo de sus balances, mejorar la capacidad de operaciones, implementar proyectos entre otros, para lo cual deben cumplir con requerimientos y condiciones que garanticen el cumplimiento de las obligaciones que adquieren y deben demostrar que se trata de empresas serias y estables que están en la capacidad de solventar la emisión por el monto autorizado y solventar cualquier eventualidad.

5.- Inversionistas

Son aquellas personas que poseen un excedente de capital producto del ahorro o del resultado de ganancias obtenidas quienes buscan invertir su dinero bajo condiciones favorables con el fin de obtener rentabilidad y de esta forma maximizar su inversión, entre los principales se encuentran: el sector público, sector privado, inversionistas extranjeros y las administradoras de fondos.

6.- Intermediarios

Los intermediarios en el mercado de valores ecuatoriano corresponden esencialmente a las casas de valores quienes conectan a los ofertantes y demandantes de títulos. Actualmente se

encuentran inscritas en el Registro de Mercado de valores y autorizadas por la Superintendencia de compañías 39 casas de valores a nivel nacional y se encuentran distribuidas 24 en la ciudad de Quito y 15 en la ciudad de Guayaquil.

Las casas de valores pueden operar en el mercado a través de sus operadores autorizados por lo tanto son responsables solidarios por las acciones de estos, a su vez deben responder por la validez y veracidad de los títulos que se negocian pero no son responsables por la solvencia de los emisores.

Según el artículo 4, inciso 2 de la Ley de Mercado de Valores: “Son intermediarios de valores únicamente las casas de valores, las que podrán negociar en dichos mercados por cuenta de terceros o por cuenta propia, de acuerdo a las normas que expida el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.)”.¹⁷

7.- Mercado: Bolsas de Valores

En nuestro país la bolsa de valores está situada en las ciudades de Guayaquil y Quito, con la modificación de la Ley de Mercado de Valores se determinó que pasarían de ser sociedades anónimas a corporaciones civiles sin fines de lucro cuya finalidad esencial es proporcionar a sus miembros los instrumentos necesarios para operar en el mercado siendo estos últimos las casas de valores para lo cual la bolsa de valores debe estar inscrita en la Superintendencia de compañías.

Las bolsas de valores entre sus obligaciones tienen el deber de proveer las facilidades e información necesarias para que la compra y venta de valores se lleven a cabo en un ambiente de transparencia, equidad y seguridad. En las negociaciones en bolsa se pueden distinguir tres partes:

¹⁷ Ley de Mercado de Valores, Artículo 4, Inciso 2.

- Los que demandan capital
- Los que ofrecen capital
- Los intermediarios

Las obligaciones de las bolsas de valores según el artículo 48, Título X, de la Ley de Mercado de Valores son las siguientes:¹⁸

- Fomentar un mercado integrado, informado, competitivo y transparente.
- Establecer las instalaciones, mecanismos y sistemas que aseguren la formación de un mercado transparente, integrado y equitativo, que permitan la recepción, ejecución y liquidación de las negociaciones en forma rápida y ordenada.
- Mantener información actualizada sobre los valores cotizados en ellas, sus emisores, los intermediarios de valores y las operaciones bursátiles, incluyendo las cotizaciones y los montos negociados y suministrarla a la Superintendencia de Compañías y al público en general.
- Brindar el servicio de compensación y liquidación de valores.
- Expedir certificaciones respecto a precios, montos y volúmenes de operaciones efectuadas en bolsa y el registro de sus miembros, operadores de valores, emisores y valores inscritos.
- Realizar las demás actividades que sean necesarias para el adecuado desarrollo y cumplimiento de su función en el mercado de valores, de acuerdo a normas previamente autorizadas por el C.N.V.

¹⁸ Ley de Mercado de Valores, Título X, Artículo 48.

8.- Liquidación de valores

Según el artículo 60 de la Ley de Mercado de Valores, en su Título XIII establece: Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de Valores son las compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías para recibir en depósito, valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, encargarse de su custodia y conservación y brindar los servicios de liquidación y registro de transferencias de los mismos y, operar como cámara de compensación de valores¹⁹

9.- Entidades de Apoyo:

En el mercado de valores coexisten entidades encargadas de apoyar el buen desenvolvimiento del mismo entre las cuales se encuentran:

- a. Calificadoras de riesgo
- b. Auditoras
- c. Agente pagadores
- d. Estructuradores

4.5 Beneficios del Mercado de Valores

- Provee una opción de financiamiento eficiente y complementario a la banca tradicional con tasas y rendimientos atractivos.
- Proporcionar la posibilidad de la diversificación de portafolio para distribuir las inversiones dependiendo del riesgo y los vencimientos para obtener mejores beneficios para los inversionistas.
- Es un mercado integrado, organizado en el cual se lleva a cabo la intermediación de valores de forma transparente empleando información veraz y oportuna.
- Estimula la generación de ahorro que se canaliza hacia la inversión.

¹⁹ Ley de Mercado de Valores, título XIII Artículo 60

- Existen mecanismos de control, respaldo y sanción en caso de incumplimiento.

4.6 Justificación del Mercado de Valores

- Ecuador vive una economía abierta de mercado.
- Necesidad de pensar a largo plazo, bajo el esquema monetario actual es decir la dolarización.
- Se vuelve imperante como alternativa para penetrar en mercados internacionales donde el mercado de valores es de vital importancia en la economía.
- Necesidad de financiamiento para las actividades productivas que contribuyen al crecimiento productivo del país para lo cual se requiere de financiamiento y recursos óptimos en oportunidad y condiciones.²⁰

4.7 Ventajas del mercado de valores para las empresas

- Atraer inversionistas a través de emisiones de oferta pública que opten por participar con sus inversiones para promover nuevos proyectos o fortalecer el desenvolvimiento de las firmas.
- Adquieren los beneficios de definir y establecer sus requerimientos específicos y los lineamientos para la captación de recursos en relación a: montos, plazos, tasas de interés, etc.
- Optimización de la estructura financiera con una distribución adecuada de recursos, portafolios diversificados en particular a medianos y largos plazos que garanticen la estabilidad de las empresas.
- Permite una adecuada canalización del ahorro hacia la inversión en actividades productivas que a su vez generan empleo y mejora la capacidad de producción y la posición competitiva de las empresas.

²⁰ Vizcaino, Francisco. (2006). *Guía estudiantil del mercado de valores*. Quito: Superintendencia de compañías .

- Genera credibilidad y provee una ventaja en relación a los competidores, a su vez las empresas se dan a conocer y se propicia la difusión de la estructura, planes, objetivos lo cual promueve la imagen corporativa y el aumento de participación en el mercado.

4. 8 Análisis FODA

En relación al análisis de fuerzas internas del mercado de valores en el Ecuador:

4.8.1 Fortalezas

- Diversidad de mecanismos de negociación que posee que da a las empresas posibilidades de elegir entre instrumentos que financian el activo, pasivo y patrimonio.
- Transparencia en sus procesos y operaciones al apoyarse en organismos de regulación y control.
- Genera estimulación del ahorro e inversión hacia actividades productivas
- Mejores tasas de rentabilidad y costes financieros menores en relación a la banca tradicional.
- Provee opciones de financiamiento a largo en plazo.
- Permite asignación de los recursos de forma más eficiente en la economía
- Utiliza estándares internacionales para la gestión de información.
- Ofrece buena reputación y seriedad a las empresas que cotizan en Bolsa.
- Se encuentra estructurado de forma ordenada y es controlado a través de diferentes organismos de regulación que aseguran la transparencia de las operaciones.
- Posee el mecanismo denominado REVNI: Registro Especial de valores no inscritos que permite que pequeñas y medianas empresas emitan valores, al no haber alcanzado la frecuencia y los requisitos exigidos por el mercado primario.

4.8.2 Debilidades

- El tiempo de estructuración y colocación de valores en la Bolsa puede tomar varios meses
- La exigibilidad de publicación de información financiera de las empresas que desean participar lo cual ocasiona que empresas desistan de negociar en el mercado de valores
- No existe una adecuada cultura bursátil debido a la poca difusión y publicidad que proveen las Bolsas de valores.
- La mayoría de títulos se negocian de forma física lo cual involucra mayor tiempo y reduce eficacia al proceso.
- Los requisitos y documentación legal que se debe presentar puede ser una restricción para las empresas de participar en el mercado.

En relación al análisis de fuerzas externas del mercado de valores en el Ecuador:

4.8.3 Oportunidades

- Nuevas regulaciones del gobierno para impulsar la negociación en el mercado de valores.
- La nueva emisión de Bonos del estado con tasas de rendimiento más altas.
- Mejora en recursos tecnológicos que automatizan el proceso de anotación en cuenta y permite acercarse hacia la desmaterialización de los títulos.
- La unificación de los sistemas de negociación para que no existan discrepancias entre las operaciones de las Bolsas de valores en Quito y Guayaquil.

4.8.4 Amenazas

- Mayor predisposición de los usuarios hacia la banca tradicional.
- Riesgo de falta de liquidez de parte de las empresas que resulte en incumplimiento de sus obligaciones con los inversionistas.
- Condiciones que afecten la imagen y reputación de los emisores lo cual conllevaría a una pérdida de confianza de los inversionistas.
- Tendencia de financiamiento e inversión en mercados de capitales en el exterior.

5.- CAPITULO IV: Análisis de la importancia del mercado de valores en el Ecuador y la necesidad de difusión de la cultura bursátil.

El mercado de valores tal como se ha mencionado a lo largo del presente trabajo permite movilizar capital hacia la inversión y provee posibilidades a grandes, medianas e incluso pequeñas empresas de diversificar su portafolio y la estructura de capital de las compañías a través de los diferentes mecanismos de negociación.

Mediante el proceso de canalizar el ahorro hacia actividades productivas, se inyecta dinamismo a la economía y posibilita la reducción del uso ineficiente de recursos financieros, también provee diferentes alternativas para demandantes y ofertantes de valores en relación al riesgo y rentabilidad que desean obtener, estimulando así la participación de diversos sectores de la economía nacional.

El desarrollo y fomento del mercado de valores en el Ecuador provee oportunidades de financiamiento e inversión a las empresas y sectores productivos en nuestro propio ámbito nacional evitando los riesgos que implican recurrir a mercados internacionales y la fuga de capitales que representa para el país. Una correcta utilización de los recursos e instrumentos bursátiles permite la diversificación del riesgo, aumenta la competencia de las empresas, provee de buena reputación y seriedad al cotizar en Bolsa, posibilita la asignación más eficiente de recursos que resultan en incremento de la productividad de las empresas lo cual contribuye al crecimiento de la oferta de trabajo y atrae inversión extranjera.

5.1 Mecanismos de financiamiento en el mercado de Valores ecuatoriano.

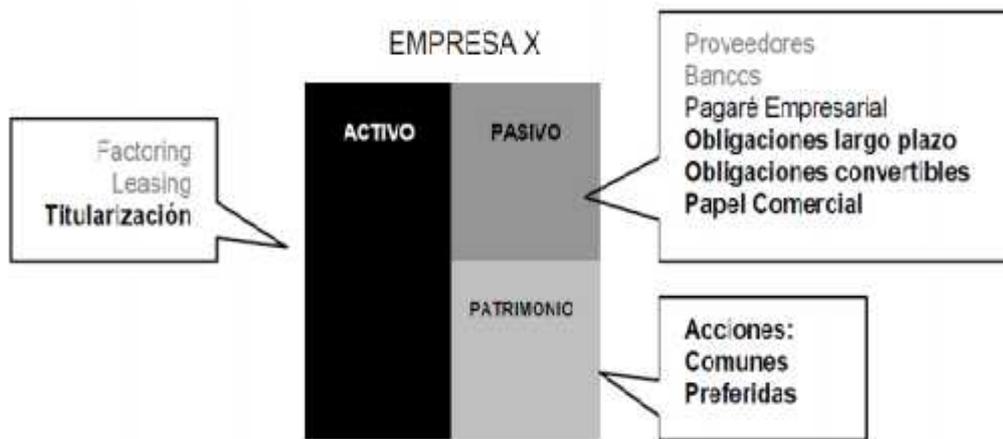
Las principales alternativas de financiamiento que se manejan en el mercado de valores se pueden llevar a cabo a través de la oferta pública de valores:

- a. Emisión y oferta pública de acciones
- b. Emisión y oferta pública de deuda

- c. Titularización
- d. Fondos Colectivos

Tal como se puede apreciar en el gráfico a continuación, la titularización de cartera financia el activo puesto que transforma activos de baja rotación en valores negociables en el mercado de valores, las obligaciones forman parte del pasivo de la compañía debido a que se adquiere una deuda que debe cancelarse en el plazo determinado y bajo la tasa de interés ofrecida y por ultimo las acciones forman parte del patrimonio de la empresa debido a que quienes adquieren estos títulos se convierten en accionistas de la empresa y reciben dividendos en relación al aporte de capital proporcionado.

Figura 4
Clasificación de valores de oferta pública en la estructura de activos, pasivos y patrimonio de una empresa



Fuente: Guía práctica de acceso al Mercado de valores
Elaboración: Superintendencia de compañías
Recuperado de <http://mervaloresuniandes.wikispaces.com/file/view/Gu%C3%ADa+Pr%C3%A1ctica>

Se considera oferta pública de valores a La oferta pública tiene como finalidad proteger a los inversionistas y proveer información para que los mismos puedan tomar una decisión en base a datos cuantificables y veraces, puede ser primaria y secundaria.

a.- Oferta pública de acciones

Es la propuesta dirigida al público en general y cuyo objetivo es el fortalecimiento de la estructura del capital del emisor, es el método más seguro puesto que permite la captación de recursos sin comprometer los pasivos de la compañía, por lo general emitir acciones ayuda al posicionamiento de la empresa en el mercado y mejorar su imagen corporativa. Existen dos clases de acciones la cuales se mencionan a continuación:

Acciones comunes: Son aquellas que le otorgan al tenedor además del derecho de recibir sus dividendos producto del resultado de operaciones del emisor, participar en la toma de decisiones y votar en la junta directiva, una de las desventajas de este tipo de acciones es que los propietarios no tienen prioridad al momento de liquidar la compañía, es decir se cancelara primero todas las obligaciones antes que el pago a los accionistas comunes.

Acciones Preferentes: Al igual que las acciones comunes, los tenedores reciben el pago de su inversión en forma de dividendos pero no tienen la potestad de participar de la junta directiva ni poseen capacidad de votar, la ventaja es que al momento de quiebre de la empresa, los accionistas preferentes tienen prioridad al momento de recibir el pago en base a sus aportaciones.

b.- Emisión y Oferta pública de deuda

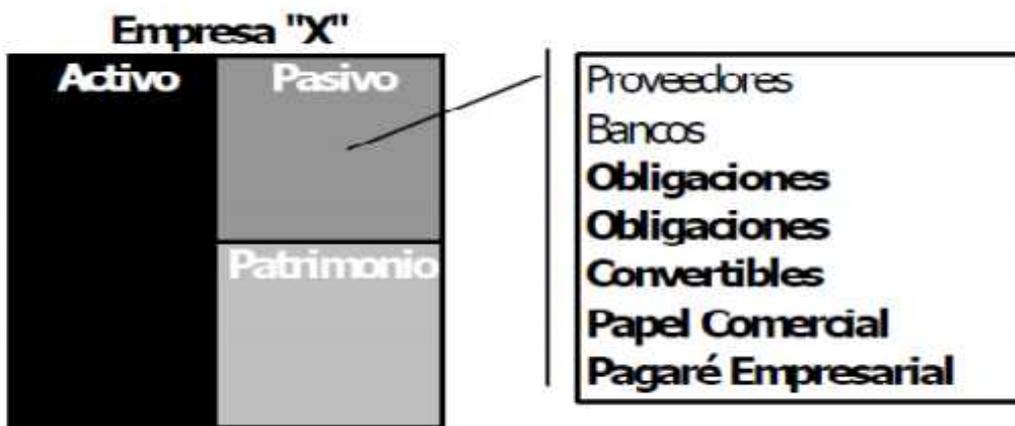
Emisión de obligaciones a largo plazo

Es el mecanismo que permite a compañías del sector público u organismos seccionales, gobiernos municipales la emisión de valores de deuda es decir el equivalente a un préstamo con una entidad bancaria pero bajo condiciones específicas establecidas por el emisor y respaldados por una garantía general o específica tal como lo indica la Ley de Mercado de Valores en los artículos del 160 al 175.

La emisión de obligaciones significa el aumento del pasivo de la empresa, su principal objetivo es financiar capital de trabajo, reestructurar el pasivo a una tasa de interés más baja que la prevista por el sistema financiero y el beneficio de obtener liquidez inmediata de parte de los inversionistas.

Figura 5

Estructura del pasivo de una empresa con la emisión de valores de deuda



Fuente: Guía práctica de acceso al Mercado de valores

Elaboración: Superintendencia de compañías

Recuperado de <http://mervaloresuniandes.wikispaces.com/file/view/Gu%C3%ADa+Pr%C3%A1ctica>

c.- Titularización

Es un proceso a través del cual se convierten activos de poca, lenta o nula rotación en valores negociables en el mercado para obtener liquidez en condiciones competitivas.²¹

Para viabilizar este proceso se requiere la utilización del fideicomiso mercantil así como la participación de las administradoras de fondos y fideicomisos con el objetivo de llevar a cabo

²¹ Tesis Análisis de los impactos de una emisión de obligaciones vs titularización de cartera como alternativas de liquidez para las empresas comerciales, Autor: María Verónica Medina, Año 2013

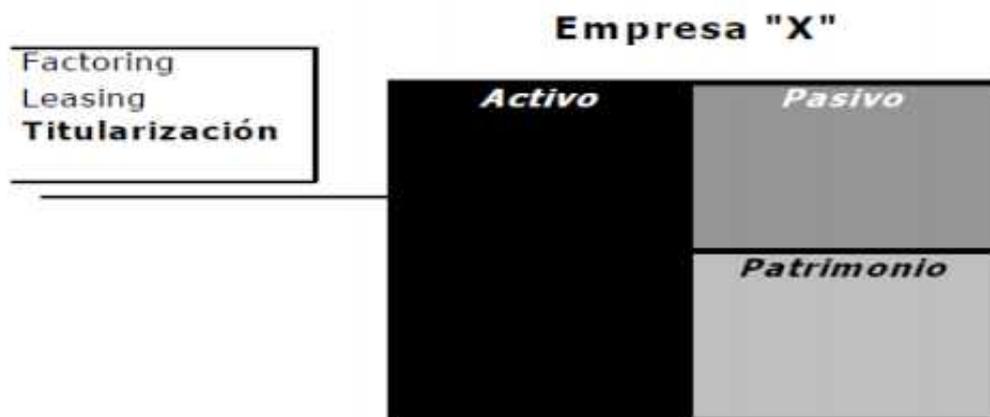
la emisión de valores con cargo a un patrimonio autónomo los mismos que pueden negociarse y colocarse libremente en el mercado bursátil dentro de un proceso de oferta pública.²²

Los principales activos susceptibles de ser titularizados pueden ser: cartera vencida, facturas comerciales, inventarios, leasing, factoring, contratos de obra pública entre otros.

Jaime Dunn (2011) en el informe inventario de Bolsa de Valores de Quito concluyo: “El objetivo de la titularización para ser exitosa, sin importar su clase, es el reducir el riesgo y generar valor para todos los participantes del proceso, incluidos originador e inversionistas. La reducción de riesgo se logra al separar los activos y control sobre los flujos futuros del originador, así como la creación de una serie de mecanismos de garantía”²³

Figura 6

Estructura del activo de una empresa con la emisión de titularizaciones de cartera



Fuente: Guía práctica de acceso al Mercado de valores

Elaboración: Superintendencia de compañías

Recuperado de <http://mervaloresuniandes.wikispaces.com/file/view/Gu%C3%ADa+Pr%C3%A1ctica>

²² Guía Práctica de ingreso al mercado de valores. Superintendencia de compañías, Pg. 20

²³ Dunn, J. (2011). *Inventario Bolsa de Valores de Quito*. Quito: Ediciones Don Bosco.

d.- Fondos colectivos

Son mecanismos cuyo propósito es invertir en valores de proyectos específicos, este fondo se constituye por el aporte de los inversionistas en forma de cuotas de participación las mismas deben ser sometidas a una calificación de riesgo para considerarse aptas para participar del proceso de oferta pública.

5.2 Análisis de la situación actual del mercado de valores en el Ecuador

Actualmente el mercado de valores tiene una participación poco significativa en comparación al mercado monetario, en un país que tiene posicionada a la banca tradicional como medio de financiamiento y acceso a crédito. En lo que va del año 2015, el total negociado en las bolsas de valores de Guayaquil y Quito representa apenas 2.3% del total del PIB con una disminución del 5.3% en relación a la proporción que representó el total negociado en el año 2014(7.6%). Siendo el año 2009 el que tuvo mayor proporción en relación al PIB, con un total de 10.3%.

Tabla 1
Montos bursátiles nacionales negociados (millones de dólares)

AÑOS	TOTAL \$	T. CREC.	PIB	TOTAL NEGOCIADO/PIB (%)
2005	3,502		41,507	8,44%
2006	4,865	39%	46,802	10,39%
2007	3,47	-29%	51,008	6,80%
2008	5,183	49%	61,763	8,39%
2009	6,426	24%	62,52	10,28%
2010	5,106	-21%	69,555	7,34%
2011	3,768	-26%	79,78	4,72%
2012	3,753	0%	87,495	4,29%
2013	3,721	-1%	93,577	3,98%
2014	7,544	103%	98,895	7,63%
jun-15	2,493	-67%	108,626	2,30%

1.- Total \$ es la suma de negociaciones a nivel nacional}

2.- Valor de 2015 es proyectado

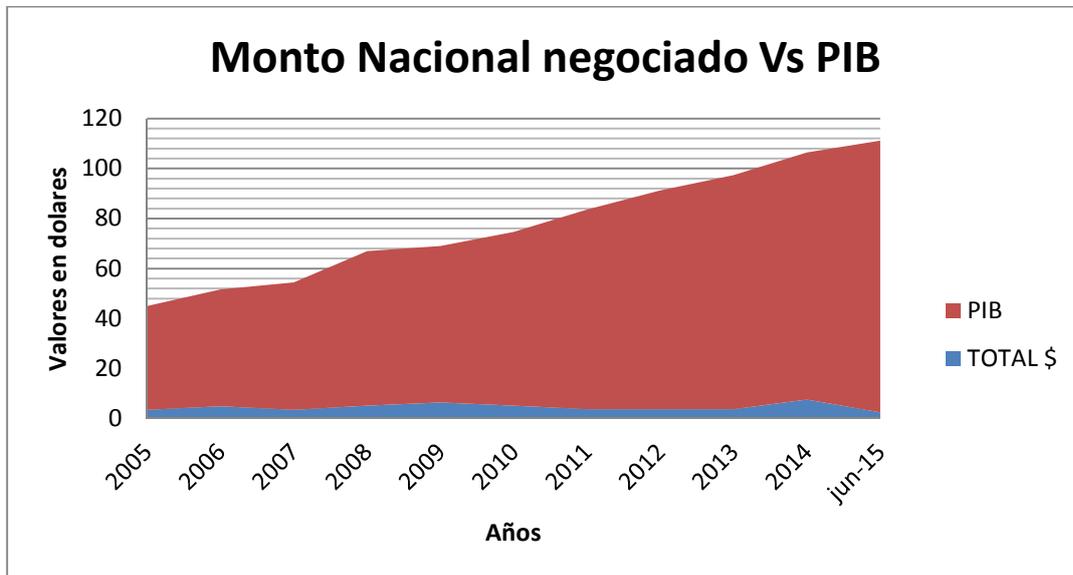
Fuente: BVQ, BVG y Banco Central del Ecuador

Elaboración: Bolsa de Valores de Quito

Recuperado de: http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/informacion-tecnica-mensual/150710172937-54a1c46df25e0366656c94fd0a9ebb87_InfTecnicaJunio15.pdf

Figura 7

Monto Nacional negociado Vs PIB



Fuente: BVQ, BVG y Banco Central del Ecuador

Elaboración: Bolsa de Valores de Quito

Recuperado de: http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/informacion-tecnica-mensual/150710172937-54a1c46df25e0366656c94fd0a9ebb87_InfTecnicaJunio15.pdf

La desproporción que existe en los mercados financieros ecuatorianos es notoria y la economía puede beneficiarse si la sociedad en general orienta sus actividades hacia un equilibrio y la apertura al mercado de valores tal como en países anglosajones e incluso algunos países de Latinoamérica como Brasil y Chile que han desarrollado mercados de derivados de divisas que son catalogados como transparentes y eficientes.

Cabe destacar que un mercado de valores debe permitir la existencia de emisiones e inversiones a largo plazo que pueden ofrecer dependiendo del capital y riesgo, tasas más rentables en comparación con los mercados monetarios que usualmente ofrecen inversiones a corto plazo pero con rendimientos no tan atractivos. Sin embargo incluso en la ley de Mercado de Valores, Artículo 160, Inciso 3 se considera largo plazo a partir de los 360 días:

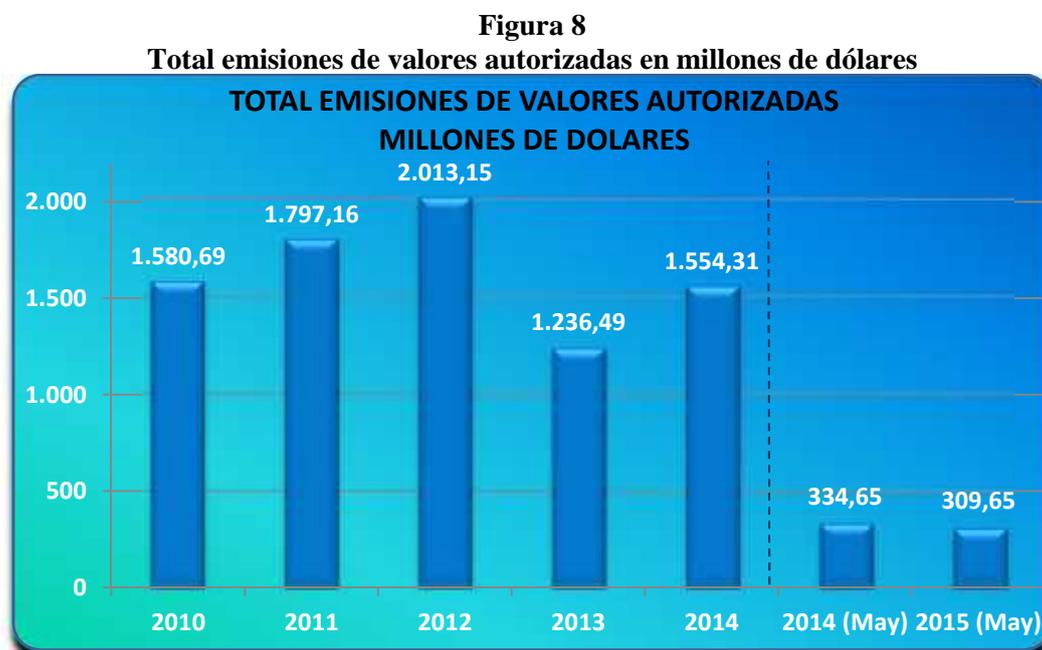
“La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo.

En este último caso se tratará de papeles comerciales. Se entenderá que son

obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento”²⁴

En el Ecuador, las compañías que han podido conocer más de cerca las ventajas de abrirse al mercado de valores, han evidenciado los beneficios del financiamiento con tasas competitivas y la posibilidad de obtener liquidez para proyectos específicos o capital de trabajo, con plazos que se ajustan a sus necesidades a través de la utilización de los diferentes instrumentos que ofrece este mercado como son: las emisiones de renta fija tales como las obligaciones y papel comercial, la emisión de acciones y las titularizaciones.

Las autorizaciones de oferta pública en el periodo comprendido entre enero a junio del año 2014, ascendieron a 1554.31 millones de dólares, que comparados con los montos autorizados en igual periodo del ejercicio anterior (enero a noviembre del 2013), que en total alcanzaron los 1236.49 millones, teniendo un incremento del 20.44% en el periodo del año anterior.



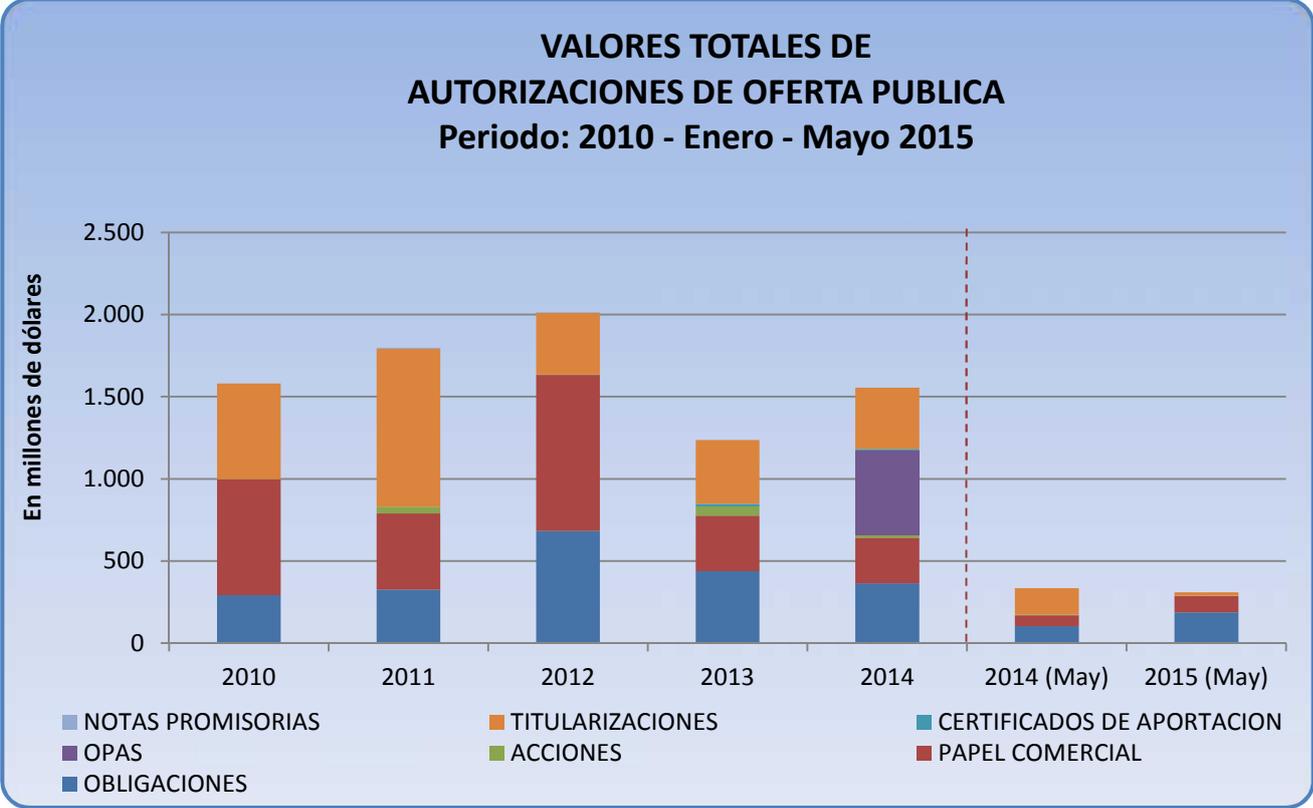
FUENTE: Consulta de Mercado de Valores

ELABORACION: Subdirección de Promoción, Orientación y Educación al Inversionista

²⁴ Ley de Mercado de Valores, Art.160, Inciso 3, Página 80

Hasta el momento, la emisión de obligaciones ha sido la que ha representado el monto mayor de total de emisiones de lo que va del año 2015, con un total de 185.50 millones de dólares; debido al aumento de emisiones de empresas privadas y la nueva emisión de bonos del estado, le sigue la emisión de papel comercial con 99.40 millones de dólares y en tercer lugar las titularizaciones con 22.4 millones de dólares del total autorizado. La emisión de acciones asciende apenas 2.35 millones de lo que va del presente periodo.²⁵ Lo cual se puede apreciar en la figura 9 y Tabla 2 a continuación.

Figura 9
Valores Totales de autorizaciones de oferta pública. Periodo: 2010- Enero-Mayo 2015



FUENTE: Consulta de Mercado de Valores
ELABORACION: Subdirección de Promoción, Orientación y Educación al Inversionista
Recuperado de: www.supercias.gob.ec/mercadodevalores

²⁵ Datos obtenido del reporte resumen ejecutivo Junio 2015, Superintendencia de Compañías

Tabla 2**Total de emisiones autorizadas por tipo de valor. Periodo 2010- Mayo 2015**

(CIFRAS EN MILLONES DE DOLARES)

AUTORIZADAS	2010	2011	2012	2013	2014	2014 (May)	2015 (May)
OBLIGACIONES	291,70	324,95	681,74	436,85	363,15	101,85	185,50
PAPEL COMERCIAL	706,00	464,10	950,80	337,70	278,50	66,60	99,40
ACCIONES	0,15	41,48	2,60	57,64	15,72	3,50	2,35
OPAS	0,00	0,00	0,00	0,00	514,54	0,00	0,00
CERTIFICADOS DE APORTACION	0,00	0,00	0,00	15,00	10,00	0,00	0,00
TITULARIZACIONES	582,84	962,37	374,05	389,30	372,40	162,70	22,40
NOTAS PROMISORIAS	0,00	4,26	3,96	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL	1.580,69	1.797,16	2.013,15	1.236,49	1.554,31	334,65	309,65

FUENTE: Consulta de Mercado de Valores

ELABORACION: Subdirección de Promoción, Orientación y Educación al Inversionista

Recuperado de: www.supercias.gob.ec/mercadodevalores

Cabe indicar que en nuestro país, el mercado de títulos de valores está orientado en su mayoría hacia emisiones de renta fija donde las empresas han podido conocer los beneficios de tasas de intereses más bajas con costos administrativos relativamente bajos y sin comprometer la composición de propiedad de capital de las compañías.

Las negociaciones de renta variable son incipientes y escasas y los emisores que actualmente trazan en las bolsas de valores corresponden a grupos empresariales bien estructurados en general las pequeñas y medianas empresas no consideran como alternativa viable al mercado

de valores lo cual se atribuye a la falta de información y conocimiento sobre el tema, lo cual se puede evidenciar en el porcentaje menor al 1% que presentan las emisiones de renta variable en relación al total negociado por tipo de papel.

Las titularizaciones han destacado en los últimos años como una alternativa importante para la obtención de liquidez y financiamiento, en especial los denominados titularizaciones de flujos; instrumentos de renta fija los cuales han sido utilizados por inversionistas del sector público y privado

La mayoría de los valores emitidos se encuentran de manera física, por lo cual impulsar la desmaterialización es una alternativa para agilizar los procesos y proveer mayor seguridad a los documentos. Adicionalmente, es importante mencionar la significativa participación de las instituciones financieras destacándose bancos reconocidos y otras entidades crediticias, quienes son actores permanentes sobre todo en emisiones de obligaciones y papel comercial.

En relación a la participación por sectores, el sector público representa cerca del 65% en base a las negociaciones bursátiles y el sector privado un 35%, dentro de los inversionistas más destacados del sector público se encuentran la Corporación Financiera Nacional y el gobierno a través del Ministerio de Finanzas con la emisión de bonos, lo cual se puede apreciar en la Tabla 3. Entre las características de estos inversionistas institucionales se encuentra la compra en el mercado primario y la espera del vencimiento del plazo de sus inversiones.

Tabla 3

Ventas del sector público por títulos negociados en las Bolsas de Valores

VENTAS DEL SECTOR PÚBLICO POR TÍTULOS NEGOCIADOS EN LAS BOLSAS DE VALORES												
I.I.F.T.O. 2015												
(Montos en miles de dólares)												
TÍTULOS	BANCO CENTRAL (ESTADO IN.T.P.O.)			CORPORACIÓN FINANCIERA NACIONAL (C.F.N.)			MINISTERIO DE FINANZAS			TOTAL SECTOR PÚBLICO		
	BVC	BVQ	TOTAL	BVC	BVQ	TOTAL	BVC	BVQ	TOTAL	BVC	BVQ	TOTAL
INVERSIÓN ESTAD.	0	-	0	0	0	0	1.620	0.000	1.620	1.727	0.000	1.727
CERTIFICADOS DE DEPÓSITO	800	0	800	0	0	0	0	0	0	800	0	800
LET Y PLAZAJUEGOS	0	0	0	13.921	21.963	135.884	0	0	0	13.921	21.963	135.884
CERTIFICADOS DE TESORERÍA	0	-	0	0	0	0	137.005	6.142	143.146	0	0	143.146
OBIGACIONES	0	0	0	252	0	252	0	0	0	252	0	252
TOTAL	800	0	800	113.921	21.963	135.884	137.005	6.142	143.146	251.725	28.105	279.830

FUENTE: Base de datos Superintendencia de Compañías

ELABORACIÓN: Subdirección de Información y Atención al Inversorista

20

La situación del mercado de valores se ve afectada por factores y políticas macroeconómicas que generan muchas veces falta de liquidez en las empresas que acuden al sector bancario por la necesidad de obtener recursos a corto plazo en su mayoría con tasas elevadas. En muchas ocasiones las empresas no aprecian las alternativas que proveen los instrumentos bursátiles y optan por permanecer en aquello que conocen al no poseer la información necesaria que les permita empezar a efectuar negociaciones en la bolsa.

En relación a la colocación por tipo de mercado se obtiene que en lo que va del año 459,518 miles de dólares se han originado en el mercado primario equivalente al 91% y tan solo 44,394 miles de dólares se originaron en el mercado secundario correspondiente a 9%. Los principales valores negociados en el mercado primario son: bonos del estado, certificado de inversión, certificados de tesorería y certificados de depósito mientras que en el mercado secundario los valores mejor puntuados son las obligaciones, bonos del estado, titularizaciones y certificados de depósito.

5.3 Emisión de obligaciones Vs Titularizaciones

5.3.1 Obligaciones

La emisión de valores de deuda se genera a raíz de las necesidades de liquidez de las compañías que buscan captar recursos a través de este mecanismo para financiar las diversas actividades productivas inherentes a sus operaciones. La captación de capital proviene del público en general por lo cual los emisores deben sustentar la capacidad de responder ante los inversionistas por el monto que fuera a emitirse, se caracteriza por proveer una tasa de interés fija a un plazo determinado la cual es perfectamente conocido al momento de la compra/venta.

Características

- Son títulos que pueden ser al portador o a la orden
- Pueden ser de costo, mediano o largo plazo
- Se consideran bienes muebles
- Generan una renta fija y son cancelados al vencimiento
- Son susceptibles de negociación en las bolsas de valores y ofertados al público en general

Su rendimiento está estipulado en el respectivo documento y corresponde a una tasa fija, la tasa de interés puede ser fija o reajutable ambas son de libre contratación. Las obligaciones se redimen al finalizar el plazo estipulado sin embargo podrán efectuarse rescates anticipados siempre que exista un acuerdo entre emisores y compradores. Deja de generarse intereses desde que se cumple el vencimiento o el rescate anticipado.

Las obligaciones pueden ser emitidas por:²⁶

- Compañías anónimas
- Compañías de responsabilidad limitada
- Sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en Ecuador
- Organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora

Por lo general la oferta pública de emisiones puede ser de tres tipos: obligaciones de largo plazo, a corto plazo o papel comercial y obligaciones convertibles en acciones. Papel comercial es un título de deuda de corto plazo que va desde uno a 359 días, se emite a través de programas de emisión que a su vez el emisor puede utilizar a medida que lo requiere, mientras que las obligaciones convertibles en acciones (O.C.A.) les permite a las sociedades anónimas emitir obligaciones y a su vez conceder a su titular el derecho mas no la obligación de transformar la deuda en acciones de acuerdo a las condiciones estipuladas en la emisión.

Para la emisión de obligaciones las compañías deben estar respaldadas por una garantía tal como lo establece la Ley de Mercado de Valores en su artículo 162:

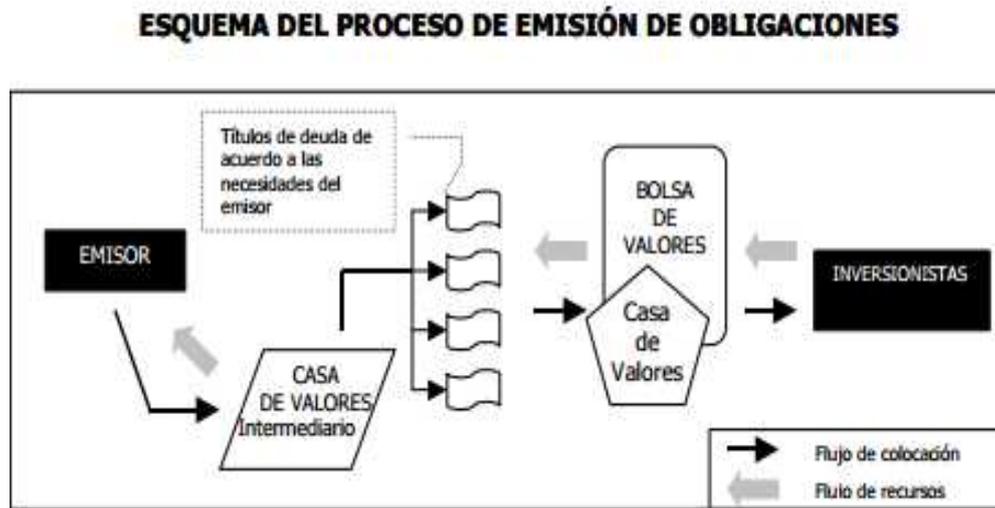
Toda emisión debe estar amparada por garantía general y además es opcional contar con garantía específica. Las garantías específicas son aquellas que respaldan el pago del capital, de los intereses parcial o totalmente, o de ambos. Por otro lado la garantía general comprende la totalidad de los activos no gravados del emisor y su vez siempre que los mismos no se encuentren amparados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine el C.N.V.²⁷

²⁶ Tesis Análisis de los impactos de una emisión de obligaciones vs titularización de cartera como alternativas de liquidez para las empresas comerciales, Autor: María Verónica Medina, Año 2013

²⁷ Ley de Mercado de Valores, Artículo 162, Título XVII

Figura 10

Esquema de proceso de emisión de obligaciones



Fuente: Guía práctica de acceso al Mercado de valores
Elaboración: Superintendencia de compañías

Recuperado de <http://mervaloresuniandes.wikispaces.com/file/view/Gu%C3%ADa+Pr%C3%A1ctica>

Por lo general luego de presentar la documentación cumpliendo con el reglamento, la Superintendencia de Compañías analiza la emisión y autorización de oferta pública y aprueba en un plazo que puede ir desde 2 días pero que no pasa de 15 días, lo cual es una ventaja importante en comparación con los préstamos bancarios que se toman de 90 a 120 días para análisis y aprobación del crédito.

Una vez que la empresa ha decidido emitir obligaciones debe iniciar un proceso de escritura pública donde manifieste su voluntad de realizar esta operación, para estructurar la emisión las empresas pueden buscar asesoría de especialistas como las casas de valores a fin de definir la forma de pago en relación a los flujos de la empresa y las garantías que deben presentar para respaldar la operación.

Los costos financieros generados por procesos de emisión en el año 2014 se ubicaron dentro del 0.75% y 2% del monto de la emisión. De igual forma las tasas de interés fijadas para obligaciones en el año 2014 se ubicaron desde 6.5% hasta 8.50%.

5.3.1.1 Ventajas

- Apalancamiento a largo plazo y estructuración de emisión de acuerdo a los flujos
- Ahorro en costos financieros en relación a los que ofrece el sistema bancario adicional no se incurre en impuestos de emisión.
- Posibilidad de adecuar el endeudamiento en relación a las necesidades específicas de la empresa en un periodo dado para no incurrir en falta de pago.
- Incrementa la buena imagen de la empresa y su posición en el sistema financiero lo cual al reducir sus costos financieros mejora los flujos de caja además de participar del mercado de valores y darse a conocer nacional e incluso internacionalmente.
- Al ser un mecanismo de emisión de deuda, se paga a los inversionistas el monto de capital e intereses de acuerdo a lo pactado sin comprometer la estructura de capital de la empresa.
- Restructurar los pasivos al cancelar los pasivos de corto plazo y aumentar el pasivo a largo plazo lo cual permite incrementar la liquidez y mejorar la posición financiera de la compañía emisora.
- Flexibilidad debido a que se permite la colocación total o parcial de los títulos bajo el denominado underwriting.

5.3.1.2 Desventajas

- Debido al procedimiento o diligencia que se debe cumplir, la estructuración y colocación pueden demorar y tomar algún tiempo

- Al exigirse el acceso a información de la empresa y su publicación en los prospectos de emisión pública, las empresas pueden no estar de acuerdo con este requerimiento.
- Falta de información adecuada y oportuna dirigida al público en general y no a ciertos grupos.
- Frente a la necesidad inmediata de liquidez, los procesos que se deben llevar a cabo pueden tomar algunos meses por lo cual se recurre a otras opciones.

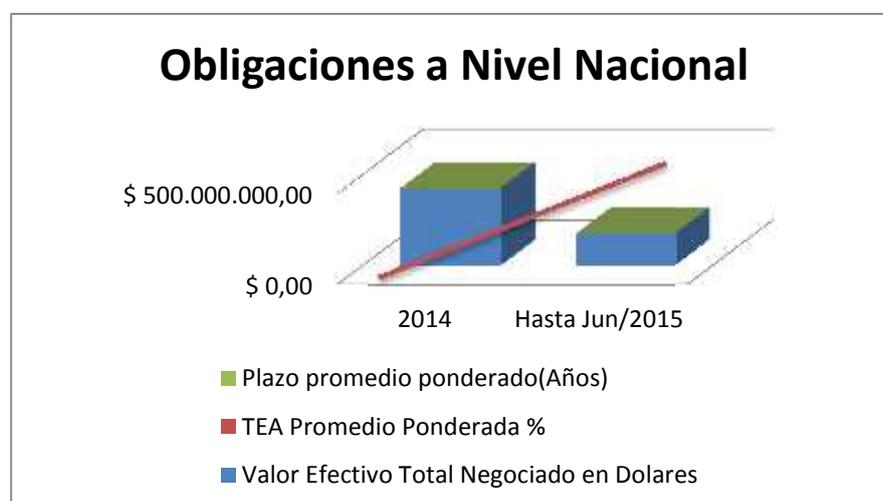
5.3.1.3 Riesgos

- Falta de cancelación de la obligación una vez vencido el plazo estipulado.
- Por incumplimiento de la obligación o condiciones de esta, se puede hacer efectiva la garantía otorgada y así también estaría sujeto a sanciones legales y multas.

5.3.1.4 Análisis de la emisión de obligaciones en el Ecuador

Durante el año 2014 se negociaron aproximadamente USD \$425 millones de dólares en obligaciones. El Plazo promedio ponderado presentado en dicho año fue de 4.23 años. Por otra parte, para el 2014, la tasa efectiva anual ponderada fue del 7.85%. (Bolsa de Valores de Quito, 2015).

Figura 11
Total de Obligaciones a nivel nacional Vs Tasa efectiva anual



Elaboración: Bolsa de Valores de Quito

Fuente: Boletín deuda corporativa mes Junio 2015 Recuperado de:

http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/obligaciones/150713175120-76bb302ba3dc27695566c0707770ee8a_ObligaJun15.pdf

Tabla 4
Total de Obligaciones a nivel nacional Vs Tasa efectiva anual

	Valor Efectivo	Total TEA	Promedio Plazo	Promedio
	Negociado en Dólares	Ponderada %	ponderado(Años)	
2014	\$ 424.805.874,00	7,85	4,23	
Hasta Jun/2015	\$ 174.643.368,00	8,11	71	

Elaboración: Bolsa de Valores de Quito

Fuente: Boletín deuda corporativa mes Junio 2015

Recuperado de: http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/obligaciones/150713175120-76bb302ba3dc27695566c0707770ee8a_ObligaJun15.pdf

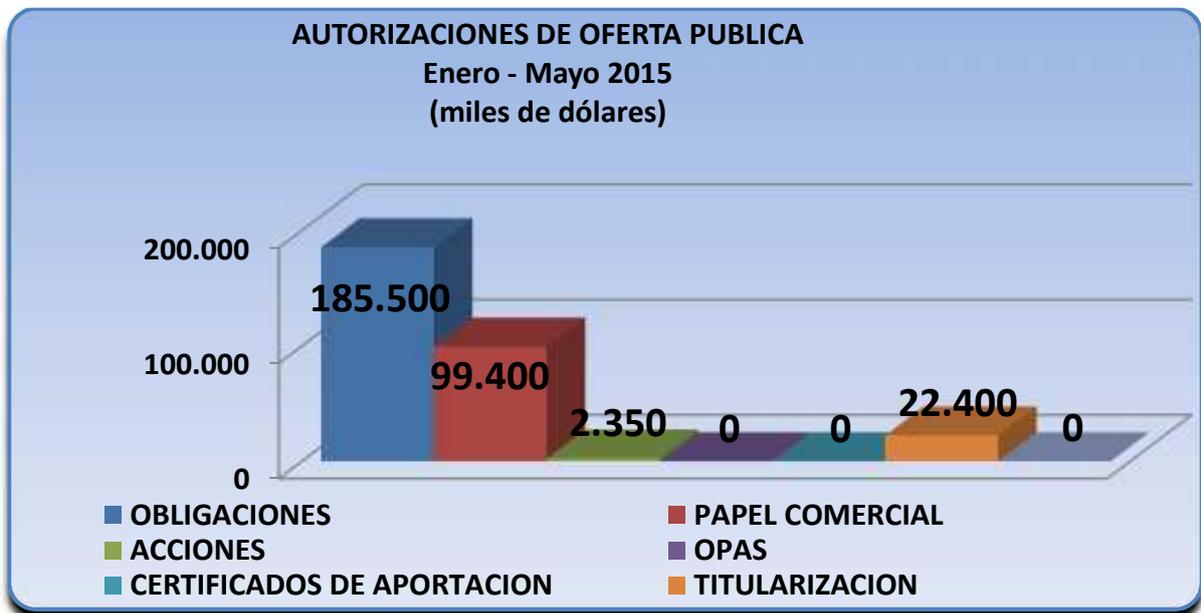
Los montos negociados hasta Junio del presente año por tipo de emisor ascienden a USD 174, 559.81 miles de dólares con una tasa efectiva anual (TEA)²⁸ del 8.84%, por tipo de sector 93% de los emisores pertenecen al sector comercial, 0.78 % al sector financiero y 6% al sector mercantil.

Hasta el mes de Mayo del presente año, el monto autorizado para emisión de obligaciones ascendió a USD 185,5 millones de dólares a nivel nacional lo cual representa el 60% en relación al total negociado, de esta forma se sustenta los hechos que certifican que la emisión de obligaciones tiene un mercado potencial en nuestro país, así también para el mismo periodo el plazo de vencimiento máximo registrado para las obligaciones fue de 2160 días con una tasa de interés promedio de 8%.

²⁸ TEA: Tasa Efectiva Anual es la tasa que calcula el costo de interés esperado en un año, es el principal parámetro para evaluar el costo de un préstamo o crédito.

Figura 12

Total de autorizaciones de oferta pública de Enero-Mayo 2015



Fuente: Base datos Superintendencia de Compañías

ELABORACION: Subdirección de Promoción, Orientación y Educación al Inversionista

En el gráfico a continuación se puede apreciar la evolución de la oferta pública de emisiones de obligaciones en el Ecuador a partir del año 2010 hasta Mayo del presente año. La tendencia se mantuvo con un crecimiento relativamente bajo hasta el año 2012 donde alcanzó su punto máximo hasta la fecha con USD 681,74 millones de dólares, a partir del mismo año la emisión ha ido decreciendo hasta llegar a su nivel más bajo USD 101,85 millones de dólares en el año 2014.

Figura 13

Total de emisiones autorizadas de obligaciones desde 2010 hasta Mayo 2015



FUENTE: Consulta de Mercado de Valores

ELABORACION: Subdirección de Promoción, Orientación y Educación al Inversor

5.3.2 Titularización

Es una alternativa de financiamiento mediante la transformación de activos de baja o nula rotación en valores susceptibles de ser negociados en el mercado de valores con la capacidad de generar flujos futuros. Para estos efectos es necesario constituir un fideicomiso mercantil cuyo patrimonio estará constituido por dichos activos al igual que las obligaciones; este mecanismo permite el apalancamiento a largo plazo con mejores costos en relación a la banca tradicional.

En la Ley de Mercado de Valores en sus artículos 139 al 159 establece que tanto el sector público como privado tienen la potestad de realizar procesos de titularización de activos, a través de un fideicomiso mercantil o fondo colectivo, siempre que se trate de activos que pueda transferirse su dominio y que sean generadores de flujo de caja.

Según la Ley de Mercado de Valores en su artículo 143, inciso 2 establece los activos que son susceptibles de titularización:²⁹

- a) Valores representativos de deuda pública;
- b) Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
- c) Cartera de crédito;
- d) Activos y proyectos inmobiliarios; y,
- e) Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.

En relación a la transferencia de dominio, la misma se realiza por el traspaso de activos del emisor hacia el patrimonio con propósito exclusivo en este caso el financiamiento de la emisión, por lo cual el traspaso se puede llevar a cabo a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil en correspondencia con los términos y condiciones de cada proceso.

Los valores que pueden emitirse como resultado de una titularización se clasifican en tres tipos:

Valores de contenido crediticio: Son aquellos que permiten a los inversionistas recibir el monto de capital invertido más el rendimiento correspondiente según los términos establecidos en la emisión de valores, el aporte a los inversionistas es cancelado con recursos proveniente del fideicomiso mercantil o patrimonio autónomo.

²⁹ Ley de Mercado de Valores, Artículo 143, Inciso 2

Valores de participación: Son aquellos que permiten a los inversionistas adquirir una parte en el patrimonio de propósito exclusivo por el monto de su aporte y su vez ser partícipe de los resultados que genere el fideicomiso fruto del proceso de titularización

Valores mixtos: Es la combinación de valores crediticios y de participación que se ajustan a las condiciones de cada proceso de titularización.

5.3.2.1 Esquema del procedimiento para proceso de titularización³⁰

1.- La administradora de fondos y fideicomisos, por instrucción del originador (constituyente) constituye un fideicomiso mercantil cuyo objetivo es emitir valores dentro de proceso de titularización. El originador transfiere al patrimonio autónomo el derecho a percibir los flujos que generaría el proyecto.

2. El fideicomiso mercantil (patrimonio de propósito exclusivo) en función de los flujos que genere el activo emitiría valores de participación, contenido crediticio o mixtos.

3.- Los costos generados se dividen en la tasa de interés que deberá pagarse a los tenedores y el costo administrativo que conlleva el proceso.

4.- El originador establece el plazo de la emisión en base a sus necesidades específicas

5.- Los valores que componen el patrimonio exclusivo son colocados en el mercado de valores a través de oferta pública y por intermedio de una casa de valores, los títulos deben ser respaldados por una garantía tal como lo indica el artículo 150 de la Ley de Mercado de Valores.

6.- Los recursos provenientes de la titularización se entregan al emisor a través del patrimonio exclusivo.

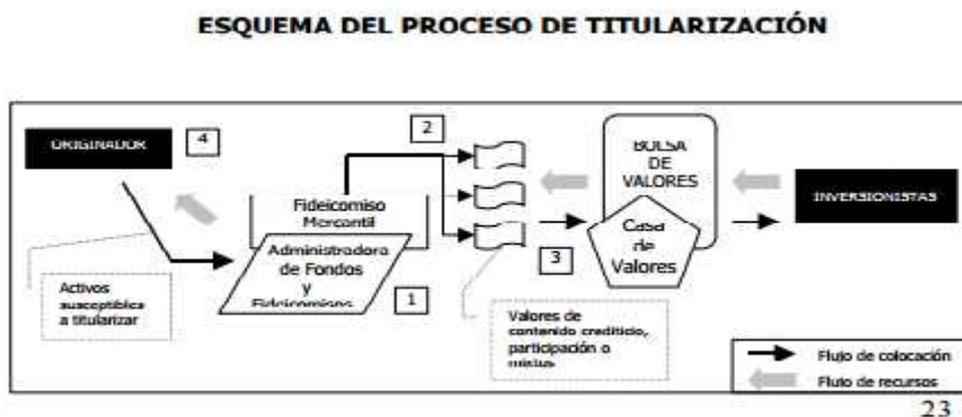
³⁰ Guía práctica de acceso al mercado de valores, Superintendencia de Compañías, Página 24

7.- El capital más el rendimiento generado se paga a los inversionistas con los recursos provenientes del activo transferido y por medio del patrimonio exclusivo.

8.- Una vez cancelado los valores adeudados a los tenedores, el patrimonio de propósito exclusivo se liquida y de existir algún valor excedente el mismo se devuelve al emisor.

Figura 14

Esquema del proceso de titularización



Elaboración: Superintendencia de Compañías

Fuente: Guía práctica de acceso al mercado de valores

En relación a los costos para un proceso de titularización podemos identificar los siguientes:³¹

- Tasa de interés
- Remuneración al fideicomiso responsable de la administración
- Estructuración del proceso
- Inscripción en el Registro de Mercado de Valores
- Comisión que se le debe cancelar al intermediario de valores
- Comisión que se le debe cancelar a la Bolsa de valores
- Costos por auditoría externa y calificación de riesgo
- Costos por emisión de títulos y publicación del prospecto de oferta pública.

³¹ Guía práctica de acceso al mercado de valores, Superintendencia de Compañías, Página 24

5.3.2.2 Ventajas

- Apalancamiento a largo plazo de acuerdo a la estructura de flujos de la empresa.
- Ahorro en costos financieros en relación a los que ofrece la banca tradicional.
- Se inyecta liquidez al convertir en títulos negociables activos de baja rotación
- La titularización de cartera la formar parte del activo de la compañía no implica la emisión de deuda y por ende aumento del pasivo.
- Aumenta la eficiencia dado que permite la movilización de activos que de otra manera no generarían ningún tipo de beneficio a la empresa.
- La imagen y reputación que adquiere la empresa al cotizar y negociar en la bolsa de valores.
- El proceso se fundamenta con garantía en un patrimonio independiente, el cual
- obtiene una calificación de riesgo aparte de la que obtiene la compañía.

5.3.2.3 Desventajas

- El tiempo que se emplea en el análisis y estructuración del proceso puede llevar varios meses.
- Las empresas deben publicar la información financiera a través de la oferta pública lo cual puede que no resulte agradable a las empresas.
- La cantidad de intervinientes puede resultar en un proceso engorroso y exige a las empresas mantener información clara y disponible.

5.3.2.4 Riesgos

- El no pago de parte de los deudores tendría repercusiones directas en los flujos producto de la titularización.
- La falta de liquidez de parte del emisor lo cual provocaría un incumplimiento en las obligaciones adquiridas con el fideicomiso.

- Cambios en el entorno macroeconómico que influyen directamente en la calidad de los activos de crédito.

5.3.2.5 Análisis de la emisión de titularización de cartera en el Ecuador

Los montos negociados hasta Junio del presente año por tipo de emisor ascienden a USD 25, 873.98 miles de dólares entre los principales emisores se encuentran: Marcimex, Sana Sana, Comandato con calificaciones entre AAA y AAA-

Hasta el mes de Mayo del presente año, el monto autorizado para emisión de titularizaciones ascendió a USD 22.40 millones de dólares a nivel nacional lo cual representa apenas 7% en relación al total negociado, lo cual representa una participación baja en el mercado pero debido al aumento de compañías que han optado por esta herramienta, la titularización tiene potencial de crecimiento en nuestro país, así también para el mismo periodo el plazo de vencimiento máximo registrado para las Titularizaciones fue de 2160 días con una tasa de interés promedio de 9.5%.

En el grafico a continuación se puede apreciar la evolución de la oferta pública de emisiones de Titularizaciones en el Ecuador a partir del año 2010 hasta Mayo del presente año. Se puede evidenciar una tendencia de crecimiento en la cual las emisiones de este tipo de instrumento alcanzaron su punto máximo en el año 2011 con 962,37 millones de dólares negociados, en el año posterior se produce una caída significativa de la curva hasta 374,05 millones y desde este punto la tendencia se ha mantenido estable.

Figura 15

Total de emisiones autorizadas de titularizaciones desde 2010 hasta Mayo 2015



Fuente: Base datos Superintendencia de Compañías

ELABORACION: Subdirección de Promoción, Orientación y Educación al Inversionista

5.4 Cultura bursátil como elemento fundamental para el desarrollo del mercado de Valores ecuatoriano.

El mercado de valores en el Ecuador es conocido por muy pocos pero totalmente extraño para la mayoría, debido a la escasez de promoción y medios de difusión de los mecanismos, instrumentos, beneficios y requisitos para participar en este mercado lo cual se ha convertido en una limitante para las operaciones en Bolsa e indirectamente ha ocasionado que la tendencia hacia el uso de la banca tradicional se mantenga y predomine en el ámbito nacional.

El correcto conocimiento de este mercado permitirá a los individuos obtener una variedad de herramientas de inversión con opciones competitivas en relación al rendimiento, plazos e intereses así como alternativas de financiamiento para las empresas que les permitan desarrollar nuevos proyectos, aumentar capital de trabajo o mejorar infraestructura lo cual

resultaría en aumento de productividad, incremento de las ganancias, generación de fuentes de empleo y en general se mejoraría las condiciones de vida de los ecuatorianos.

Por lo antes expuesto es imperante que se lleven a cabo campañas de difusión y promoción del mercado de valores ecuatoriano para informar al público en general los principales aspectos básicos que deben conocer, para lo cual se requiere el trabajo en conjunto de las Bolsas de Valores, intermediarios y entidades de regulación y control con el respaldo del gobierno y el ministerio de Finanzas y así permitir el acceso de más individuos al mercado.

También se debe hacer énfasis en la importancia de fomentar la cultura del ahorro para que los ciudadanos se vuelvan más responsables en relación a la colocación de su dinero y el mismo se invierta en opciones que otorguen el rendimiento esperado y contribuyan al incremento de la productividad del país.

Se debe destacar la difusión y publicación de información clara y veraz que permita a los participantes del mercado tomar decisiones acertadas, en relación a estadísticas y principales indicadores de las herramientas bursátiles, se pueden encontrar en las páginas WEB de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil así como también en la página web de la Superintendencia de Compañías.

Actualmente tanto la Bolsa de Valores en Guayaquil y Quito ofrecen un programa de introducción al mercado de valores dirigido al público en general donde además se simula una operación bursátil, la Bolsa de Quito tiene disponible en su sitio web un programa denominado 'Stock Trader' el cual permite a quienes lo descargan realizar transacciones y elegir entre diversos instrumentos para su portafolio de inversiones.

La Superintendencia de compañías ofrece también diferentes opciones de capacitación y educación al inversionista además de folletos, trípticos y aulas virtuales donde los ciudadanos

pueden hacer preguntas y aprender de forma dinámica como opera el mercado de valores en el Ecuador.

Otro aspecto importante es la integración de las Bolsas de Valores existentes en Quito y Guayaquil para facilitar las operaciones y mejorar el desempeño en general lo cual a su vez contribuiría a la notoriedad de la Bolsa del Ecuador en mercados internacionales y permitiría la unificación de las negociaciones. También como punto relevante se encuentra la promoción del Registro Alternativo de Valores (REVNI) que representa una alternativa de inversión y desarrollo para las pequeñas y medianas empresas quienes desean participar en el mercado pero no cuentan con la capacidad necesaria y requisitos para participar el mercado oficial.

Por último podemos señalar que el desarrollo de una adecuada cultura bursátil mejoraría la competitividad de nuestro mercado de valores internacionalmente y atraería inclusive inversionistas extranjeros para lo cual también se debe realizar reformas a la Ley de Mercado de Valores en relación a la protección al inversionista y así aumentar la confianza de éstos al momento de elegir los instrumentos financieros que emplearán.

Todos los involucrados deben adquirir un compromiso en relación a la difusión veraz y oportuna de la cultura bursátil como medio esencial para que el mercado de valores sea conocido y el número de participantes se incremente, de esta forma se rompe el ciclo de dependencia financiera y tendencia hacia préstamos y financiamiento de la banca tradicional.

CONCLUSIONES

De acuerdo a los objetivos e hipótesis planteadas se llega a las siguientes conclusiones:

- El rol del mercado de valores en la economía es de vital importancia para el desarrollo y canalización de los recursos hacia actividades productivas así como para dinamizar los diferentes sectores económicos del país.
- En nuestro país el conocimiento acerca de los mecanismos y beneficios de negociar en la Bolsa de Valores son poco difundidos y sólo pocos grupos tienen acceso a la información de lo cual se deriva la poca participación del mercado de valores en la economía nacional.
- Los instrumentos y herramientas que provee el mercado de valores representan alternativas viables de financiamiento e inversión sobre las cuales los ofertantes y adquirientes de valores deben tomar en consideración la rentabilidad que desean obtener y el riesgo asociado a la opción que elijan..
- En las Bolsas de Valores del país se negocian títulos de valores en su mayoría los denominados de renta fija debido a la tendencia en la mayoría de las empresas por financiar sus actividades productivas a través de la emisión de deuda y en el caso del gobierno y otras instituciones financieras por medio de la emisión de bonos del estado y certificados de depósito.
- Debido a la composición de carácter familiar de la mayoría de las compañías en nuestro país, los propietarios o accionistas tienen cierto grado de temor hacia la emisión de acciones porque no desean compartir la estructura de capital de sus empresas y por la falta de conocimiento acerca de este mecanismo que provee financiamiento sin incurrir en aumento del pasivo.
- La cultura bursátil es poco difundida y promocionada en los medios de información locales, por lo cual las empresas e inversionistas siguen la tendencia hacia el

financiamiento a través de la banca tradicional, fomentar y profundizar en las ventajas y alternativas que provee el mercado de valores resultaría en beneficios para las empresas y ahorristas quienes obtendrían recursos con costes más bajos, tasas más competitivas y con opciones de mediano y largo plazo.

- Las empresas que deciden negociar en el mercado de valores adquieren buena reputación y seriedad lo cual les proporciona mejores oportunidades de inversión y promueve la imagen corporativa de la compañía en mercados internacionales lo cual también mejora su posición competitiva en el mercado.
- De acuerdo al análisis de una emisión de obligaciones Vs titularizaciones se concluye que cualquiera de las dos opciones permite a las empresas diversificar su portafolio y obtener financiamiento con costos financieros más baratos con plazos que se adaptan de acuerdo a sus necesidades de capital o estructura de flujos lo cual les permite financiar actividades o proyectos así como depender en menor cuantía de la banca tradicional.

RECOMENDACIONES

- La difusión de la cultura bursátil es de carácter esencial para el desarrollo del mercado de valores lo cual puede llevarse a cabo a través de charlas, conferencias y programas educativos que provean información acerca del mercado y sus generalidades pero también se debe buscar el fomento de la cultura del ahorro para que los futuros inversionistas obtengan mejores posibilidades de financiamiento en relación al riesgo que desean asumir.
- Las operaciones que se llevan a cabo en las Bolsas de Valores deben llevarse de forma transparente, ágil y pública, para lo cual los entes y organismos reguladores deben proveer apoyo para que los inversionistas y empresas aumenten la confianza y seguridad con respecto a la emisión y negociación de los diferentes títulos.
- Impulsar la unificación de las Bolsas de Valores para que las operaciones se manejen de forma más ágil y evitar el arbitraje de precios así como las diferencias de autorregulación entre las dos corporaciones, también se debe hacer hincapié en la importancia de promover la desmaterialización de los títulos de valores para que las transacciones se lleven a cabo con mayor agilidad, seguridad y evitando la pérdida de documentos físicos.
- El auge de las pequeñas y medianas empresas representa una ventaja de suma importancia para el mercado de valores por lo cual se debe incentivar la promoción y capacitación en relación al Registro Oficial de Valores no Inscritos (REVNI) como mercado alternativo donde dichas empresas pueden encontrar opciones de financiamiento a través de la negociación de valores y así participar en el mercado pese a no cumplir con los requisitos para negociar en las Bolsas de Valores.

REFERENCIAS

- Alvear, U. (2011). Inventario Bolsa de Valores de Quito 2010-2011, La Formacion Financiera en el Ecuador. Pagina 22.
- Bolsa de valores de Guayaquil. (s.f.). *Información estadística mensual*. Recuperado del 30 de 08 del 2015, de: <http://www.bolsadevaloresguayaquil.com>
- Bolsa de Valores de Quito. (2015). *Boletin Mensual: Emision de Obligaciones*. Quito. Recuperado el 30 de 08 del 2015, de: <http://www.bolsadevaloresquito.com>
- Bolsa de Valores de Quito. (2015). *INFORME BURSÁTIL MENSUAL SOBRE LAS NEGOCIACIONES A NIVEL NACIONAL*. Recuperado el 30 de 08 del 2015, de: http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/informacion-tecnica-mensual/15071017293754a1c46df25e0366656c94fd0a9ebb87_InfTecnicaJunio15.pdf
- Consejo Nacional de Valores. (1998). *Ley de Mercado de Valores*. Recuperado el 30 de 08 del 2015 de: <http://www.bolsadequito.info/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/>
- Dunn, J. (2011). *Inventario Bolsa de Valores de Quito*. Quito: Ediciones Don Bosco.
- Figerato, R. R. (22 de Agosto de 2007). *Crecimiento económico y desarrollo del mercado financiero: Fortalecimiento de la integración*. Obtenido de Fondo Monetario Internacional: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2007/082207s.htm>
- Gomez, L. A. (2011). *Manual de financiamiento para empresas*. Ecuador: Ediciones Holguin S.A.

Medina, M. V. (2013). Tesis Analisis de los impactos de una emision de obligaciones vs titularizacion de cartera como alternativas de liquidez para las empresas comrciales. Cuenca.

Orellana, F. (2011). Inventario 2011-2012. Buena Governanza en el mercado de valores. Existe alguna relacion? Quito: Bolsa de Valores de Quito.

Solange, P. P. (2014). Tesis de Grado: Alternativas de Financiamiento Por que no funciona la Bolsa de Valores en el Ecuador? Periodo 2007-2012. Guayaquil: Repositorio UCSG.

Superintendencia de Compañias. (2006). *Guia Estudiantil del Mercado de Valores*. Quito.

Superintendencia de Compañias. Recuperado el 30 de 08 del 2015,de:
<http://181.198.3.74/wps/wcm/connect/0f461ee8-17c8-455a-94b7-3c3e700f51e0/20110811134028.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=0f461ee8-17c8-455a-94b7-3c3e700f51e0>

Vizcaino, Francisco. (2006). *Guia estudiantil del mercado de valores*. Quito: Superintendencia de compañías .