



UNIVERSIDAD DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE:
MAGISTER EN ECONOMÍA, CON MENCIÓN EN
FINANZAS Y PROYECTOS CORPORATIVOS

TEMA:

LA EMISIÓN DE DEUDA DE EMPRESAS PRIVADAS,
REPRESENTADA EN TÍTULOS VALORES DE RENTA FIJA,
UNA ALTERNATIVA VIABLE PARA EL FINANCIAMIENTO
DEL SECTOR PRODUCTIVO Y EL DESARROLLO DEL
MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR

Autor: Ing Freddy Ordóñez Alemán

Tutor: Eco. Kléber Niza Troya, Msc

Guayaquil-Ecuador

Abril 2015

AGRADECIMIENTO

Al Eco. Kléber Niza Troya por su paciencia, apoyo y sugerencias, sin los cuales hubiese sido muy difícil culminar este trabajo.

A mi hermana, Eco. Gladys Ordóñez Alemán por su valiosa aporte en los conceptos y reseñas de la teoría y pensamiento económico, así como en la revisión total del documento.

A Advfinsa, Casa de Valores, por atender permanentemente mis consultas sobre la operación del Mercado de Valores del Ecuador y su opinión sobre el comportamiento actual del mismo.

A las empresas Concerroazul S.A. y Mamut Andino C.A., en las cuales colaboré por más de 10 años, participando como protagonista principal en varias emisiones de obligaciones, que se realizaron y negociaron exitosamente, en el Mercado de Valores, concediéndome la oportunidad de vivir de cerca la experiencia de colocar títulos de deuda en el Mercado Bursátil

DEDICATORIA

A Dios:

Que me permite esta oportunidad y el guía espiritual de todos los actos de mi vida

Corintios 9.6: “El que siembra escasamente, también segará escasamente; y el que siembra generosamente, generosamente también segará.”

A mi familia:

A mis padres ausentes, por haberme enseñado desde muy temprana edad valores y costumbres, que forjaron mi honestidad y prácticas de buenas costumbres

A mi esposa, Gladys, mujer infatigable, que está siempre conmigo en mis buenos y malos momentos, como mi compañera ideal, que es mi mayor consejera por más de treinta y ocho años.

A mis hijos, Freddy Javier, José Miguel, Gabriel Eduardo y Verónica Elizabeth, que significan la razón de mi existencia, que me dan fuerza para no desmayar en lo que emprendo. Que la culminación de esta etapa de mi vida les sirva de ejemplo para lograr sus propias metas y continuar preparándose permanentemente.

A mis hermanos, grandes compañeros y amigos, que siempre están conmigo en los momentos más importantes de mi existencia

INFORME DEL TUTOR

Guayaquil, 23 de abril del 2015

Economista

Marina Mero Figueroa,
DECANA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS,
UNIVERSIDAD DE GUAYAQUIL.
Ciudad.

De mis consideraciones:

Una vez que se ha terminado el proceso de revisión de la tesis titulada **“LA EMISIÓN DE DEUDA DE EMPRESAS PRIVADAS, REPRESENTADA EN TÍTULOS VALORES DE RENTA FIJA, UNA ALTERNATIVA VIABLE PARA EL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRODUCTIVO Y EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR”**, del autor **ING FREDDY ORDÓÑEZ ALEMÁN**, previo a la obtención del grado de Magíster en Economía, con mención en Finanzas y Proyectos Corporativos; indico a usted que el trabajo se ha realizado conforme a la hipótesis propuesta por el autor, cumpliendo con los demás requisitos metodológicos exigidos por la dirección de la maestría.

Particular que comunico a usted para los fines consiguientes.

Atentamente,

Eco. Kléber Niza Troya
DIRECTOR

Copia: Archivo

INDICE

No. Página

CAPITULO No.1

MARCO TEORICO DE LA INVESTIGACION.-

1.1 Conceptos de ahorro e inversión y su relación para la economía.....	1
1.2 Teorías económicas sobre la generación de ahorro e inversión.....	5
1.3 Teorías sobre dinero, crédito banca y negociaciones bursátiles.....	11
1.4. Aspectos macroeconómicos del Ecuador como escenario de la investigación.....	20

CAPITULO No.2

GENERALIDADES DEL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR.-

2.1 Antecedentes del Mercado de Valores en el Ecuador.....	40
2.2 Principales instituciones y actores del mercado de valores en el Ecuador.....	44
2.3 Principales productos que se negocian en el mercado bursátil del Ecuador.....	52.
2.3.1 Valores de Renta Variable.....	53
2.3.2 Valores de Renta Fija.....	54
2.4 Marco jurídico del mercado de valores en el ecuador.....	56
2.4.1 Antecedentes legales.....	56
2.4.1.1 Evolución de la normativa legal.....	56
2.4.1.2 Reformas a la ley de Mercado de Valores.....	57
2.4.2 Marco jurídico vigente.....	58

CAPITULO No.3

DIAGNOSTICO DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO Y LA PROPUESTA DE LA TESIS

3.1 Evolución de principales transacciones negociadas, Mercado Valores, Ecuador...	76
3.2 Análisis del financiamiento, que empresas obtienen en el Mercado Bursátil.....	81
3.3 Perfil de principales emisores y compradores de títulos de deuda.....	84
3.4 Comparación del desarrollo, mercado de valores, Ecuador frente a otros países.....	87
3.4.1 La capitalización bursátil como índice de desarrollo bursátil.....	87
3.4.2 Mercado bursátil de Perú.....	89
3.4.3 Mercado bursátil de Colombia.....	92

3.4.4 Mercado bursátil de Chile.....	94
3.4.5 Mercado bursátil de Ecuador vs el de Perú, Colombia y Chile.....	96
3.4.6 Transacciones bursátiles de renta fija, Ecuador vs Perú, Colombia y Chile	98
3.4.7 Transacciones bursátiles renta fija privada, Ecuador, Perú, Colombia y Chile.....	99
3.5 Comparación del financiamiento con captación de fondos en el Mercado Bursátil versus el obtenido con intermediación bancaria.....	103
3.5 Comparación del financiamiento con captación de fondos en el mercado bursátil versus el obtenido con intermediación bancaria.....	103
3.5.1 Volumen de crédito total en Ecuador.....	104
3.5.2 El crédito productivo en el Ecuador.....	106
3.5.3 Créditos de IFIS vs bursátil para el sector productivo.....	107
3.5.4 Tasas de interés (TEA) de IFIS vs costo bursátil.....	110
3.6 Identificación de los problemas e inconvenientes que tiene el mercado de valores del Ecuador para su desarrollo.....	116

CAPITULO No.4

4.1 SIMULACION DE LA OBTENCION DE FINANCIAMIENTO DE UNA EMPRESA POR PARTICIPACION EN EL MERCADO DE VALORES

4.1. Participantes en un proceso de emisión de títulos.....	118
4.2 Descripción de pasos secuenciales para una emisión de obligaciones.....	120
4.3 Contenido del Prospecto de Oferta Pública.....	127
4.4 Caso de empresa que obtuvo fondos con emisión de títulos de deuda, negociados en el Mercado de Valores.....	130
4.4.1 Análisis de resultados, análisis financieros e indicadores de gestión.....	134
4.4.2 Garantías que respaldan la emisión de obligaciones.....	137
4.4.3 Calificación de riesgo.....	139
4.4.4 Negociación de obligaciones – costos.....	142

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES DEL PROYECTO

Conclusiones.....	147
Recomendaciones.....	149

INDICE DE TABLAS

	No. Página
1.1 Indicadores Económicos.....	15
1.2 Ecuador: PIB por Actividad Económica	22
1.3 Sudamérica y América Latina: inversión extranjera directa, IED.....	26
3.1. Ecuador Negociaciones Bursátiles.....	76
3.2 Ecuador: Incremento de Negociaciones Bursátiles, año 2014.....	77.
3.3 Ecuador Títulos de Renta Fija de empresas Transados en el Mercado Bursátil.....	81
3.4 Capitalización Bursátil Domestica 2013.....	87
3.5 Profundidad Bursátil.....	88
3.6 Perú: Títulos de Valores transados en el Mercado Bursátil.....	90
3.7 Colombia: Títulos Valores Transados En El Mercado Bursátil.....	92
3.8 Chile: Títulos Valores Transados En El Mercado Bursátil.....	94
3.9 Transacciones Bursátiles de Ecuador, Perú, Colombia y Chile.....	96
3.10 PIB a Precios Corrientes de Ecuador, Perú, Colombia Y Chile.....	96
3.11 Transacciones Bursátiles de Renta Fija de Ecuador, Perú, Colombia y Chile.....	98
3.12 Transacciones Bursátiles, Renta Fija Privada: Ecuador, Perú, Colombia y Chile..	100
3.13 Ecuador: Negociaciones Bursátiles de Renta Fija.....	101
3.14 Ecuador: Negociaciones Bursátiles de Renta Fija como Porcentaje del PIB.....	102
3.15 Ecuador: Crédito Otorgado Por Instituciones Financieras Privadas.....	104
3.16 Ecuador: Crédito Otorgados Por Instituciones Financieras Públicas.....	104
3.17 Ecuador: Crédito Productivo Total Por Segmento	106
3.18 Ecuador: Financiamiento de IFIS vs bursátil, al Sector Productivo Corporativo	108
3.19 Ecuador: Tasas de Interés (TEA) Activas de IFIS privadas y Públicas.....	111
3.20 Ecuador: Mercado Bursátil, Tasas de Interés (TEA),en transacciones	111
3.21: Ecuador: TEA en depósitos a Plazo de más de 360 días.....	112
4.1 Estiación de tiempos globales en proceso de emisión.....	124
4.2 Características de la emisión de Obligaciones de Mamut.....	128
4.3 Ecuador: Número de tráiler por uso.....	131
4.4 Ecuador: Número de tráiler por capacidad de carga.....	131
4.5 Mamut Andino C.A.: Ventas en US\$.....	133
4.6 Análisis Vertical/Horizontal de Estados Financieros de Mamut, Resultados.....	134
4.7 Análisis Vertical/Horizontal de Estados Financieros de Mamut, Balance General...	136
4.8 Indicadores Financieros de Mamut Andino.....	137
4.9 Certificación de Activos Libres de Gravamen.....	138
4.10 Mamut: Detalle de Ventas de Títulos en primera emisión de obligaciones.....	142
4.11. Resumen de Costos de Obligaciones.....	144
4.12 Gastos Iniciales de Estructuración y Negociación de Base.....	145
4.13 Cálculos de Costo Financieros (Tasa de Interés) en Emisión de Obligaciones....	146

INDICE DE GRAFICOS

	No. Página
1.1. Consumo Versus Renta Disponible.....	3
1.2. Ahorro y Desarrollo.....	4
1.3 Ahorro e Inversión.....	9
1.4 PIB Corriente.....	20
1.5. Ecuador.- PIB a precios del 2007.-Crecimiento.....	21
1.6 Sudamérica.-% Promedio de Crecimiento 2007 -2013.....	21
1.7 Ecuador.- PIB 2013 Participación de actividades	22
1.8. Ecuador.- Inversión vs PIB.....	23
1.9 Ecuador. Inversión Total, Privada y Pública.....	24
1.10 Ecuador. - Inversión (FBKF), Privada vs Publica Participación %.....	25
1.11 Ecuador.- IED inversión Extranjera Directa.....	25
1.12 Ecuador.- Participación % de IED en la FBK	26
1.13 Ecuador.- Ahorro Total, Interno y Externo vs PIB.....	29
1.14. Ecuador . Ahorro Participación % en el PIB.....	30
1.15. Ecuador .- Oferta Monetaria (M1) y Liquidez Total.....	31
1.16. Ecuador .- Oferta Monetaria (M1) Como % PIB y variación	31
1.17 Ecuador: Captaciones del Mercado Financiero.....	32
1.18. Ecuador: Depósitos Financieros.....	32
1.19 Ecuador: Volumen de Crédito.....	34
1.20 Ecuador .- Cartera Crédito por Vencer en el Sistema Financiero.....	35
1.21 Ecuador: Depósitos y Cartera de Crédito como % del PIB – Crecimiento % de Depósitos y Cartera de Crédito.....	35
1.22 Histórico del precio promedio anual del barril petróleo ecuatoriano.....	36
2.1. Sector Societario y Bursátil.....	44
2.2. Ecuador: Organismos del Mercado de Valores.....	47
2.3 Tipos de títulos en el Mercado de Valores.....	52
3.1 Ecuador: Mercado Bursátil por sector.....	77
3.2 Ecuador: Evolución del Mercado de Valores.....	78
3.3 Ecuador: Mercado Bursátil Privado de Renta Fija.....	78
3.4 Ecuador: Negociaciones Bursátiles de Renta Fija Sector Privado.....	79

3.5 Ecuador: Títulos de Renta Fija de Empresas Negociados en el Mercado Bursátil..	82
3.6. Ecuador: Variac. Negoc. de Títulos R. Fija de Empresas en el Mercado Bursátil..	82
3.7 Ecuador.-Papeles de Renta Fija de Empresas en el Mercado Bursátil.....	83
3.8 Perú: Títulos de Valores transados en el Mercado Bursátil.....	90
3.9 Perú.-Promedio Anual 2006-2014 de Negociaciones de Mercado Bursátil.....	91
3.10 Colombia.- Transacciones del Mercado Bursátil 2006-2014.....	92
3.11 Colombia.- Participación % de Títulos transados en el Mercado Bursátil.....	93
3.12 Chile.-Transacciones del Mercado Bursátil 2006-2014.....	94
3.13 Chile.- Participación % de Títulos transados en el Mercado Bursátil.....	95
3.14 Transacciones Bursátiles como % del PIB Corriente	97
3.15 Transacciones Bursátiles de Renta Fija como % del PIB Corriente.....	99
3.16 Transacciones Bursátiles de Renta Privada como % del PIB Corriente.....	100
3.17 Ecuador Crédito Total, IFIS Privado y Públicos.....	105
3.18 Ecuador: Crédito Productivo por Segmento.....	106
3.19 Ecuador: Financiamiento Financiero vs Bursátil	107
3.20 Ecuador: Tasas de Crecimiento de Financiamiento Financiero vs Bursátil.....	109
3.21 Participación % del Financiamiento de IFIS vs Mercado de Valores.....	110
3.22 Ecuador: Tasas de Interés activas (TEA), Activas de IFIS vs Bursátil.....	112

INTRODUCCION

El desarrollo y fortalecimiento del mercado de valores, solo es posible donde la desintermediación financiera represente una alternativa altamente competitiva frente a la intermediación financiera, ejercida por el sistema financiero nacional. Implica la existencia, tanto de un sistema regulatorio, como un sistema de supervisión de los agentes del mercado, que aseguren, desde la observación de la conducta de los agentes del mercado, condiciones de máxima competitividad, entre otros

Para el año 2014 las transacciones bursátiles de nuestro país representan el 7,3% del PIB, no obstante ese valor resulta pequeño al compararlo con las negociaciones en el Mercado de Valores de Chile, que para el 2014, marcaron alrededor del 90% del PIB. En consecuencia es evidente la necesidad de dinamizar el Mercado Bursátil ecuatoriano

La nueva Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, promulgada en Mayo de 2014, entre otras leyes modifica la ley del Mercado de Valores, creando el Registro Especial Bursátil, REB, como un segmento especial, en el cual se ofertaran títulos valores emitidos por Pymes y Organizaciones de la Economía Popular y Solidaria. De esa forma, se estimularía la oferta, con la incorporación de nuevos emisores de títulos de renta fija, dispuestos a pagar un mayor rédito, lo que beneficiaría a inversionistas o ahorristas que participan en dicho mercado.

Como consecuencia el Mercado de Valores se desarrollaría en forma integral, encausando directamente el ahorro existente, al sector productivo, brindando una alternativa de financiamiento distinta, a la que ofrece la intermediación financiera, representada principalmente por el sector bancario.

La hipótesis planteada en el presente trabajo es: *“Las emisiones de deuda, en títulos valores de renta fija, impulsan las transacciones bursátiles en el Ecuador, provocando la reducción del costo del capital para las empresas productivas captadora de estos fondos. A su vez estimulan el ahorro, por la mejor renta que se obtiene en las colocaciones al ampliar la oferta de emisores”*.

El Objetivo General es: *“Demostrar que las negociaciones en el mercado de valores del Ecuador de títulos de deuda de renta fija, emitidos por empresas privadas, es una alternativa de financiamiento, que a mas de fortalecer la estructura financiera de la empresa, permitirá estimular el ahorro y la desintermediación del dinero, estableciendo una mayor renta para el ahorrista, adquiriente de dichos títulos”*.

Los Objetivos Específicos que se plantean son

- Determinar que es posible un mayor desarrollo empresarial mediante nuevas formas de financiamiento que se deriven de operaciones de bolsas, que a su vez signifique la obtención de fondos más baratos y de mayor plazo
- Comprobar que la colocación del excedente o ahorro de las familias directamente al sector productivo, permite la obtención de una mayor renta.
- Analizar que estas nuevas opciones de financiamiento para el sector productivo, que se tranzan en el mercado bursátil, impulsan la inversión y generación de empleo.
- Indagar que la creación de una nueva cultura bursátil, que propicia la nueva Ley con la creación del Registro Especial Bursátil, REB, como un segmento especial, en el cual se ofertaran valores emitidos

por Pymes y Organizaciones de la Economía Popular y Solidaria es posible el incremento de las transacciones, contribuyendo a fortalecer el crecimiento económico de un país

El trabajo de investigación está dividido de la siguiente forma:

En el Capítulo 1, se esboza una síntesis del marco teórico que sustenta la investigación, empezando por repasar los conceptos de ahorro, inversión, así como la teoría económica asociada a la generación de los mismos. Posteriormente se abordan conceptos y teorías relacionadas con el sector financiero y bursátil, tales como dinero, oferta monetaria, crédito, bancos y negociaciones bursátiles. Finalmente se exponen cifras económicas de Ecuador, sobre todo en lo relacionado a los conceptos antes anotados, analizando la evolución del Producto Interno Bruto, PIB, Formación Bruta de Capital, Ahorro, Oferta Monetaria, Crédito y depósitos.

En el capítulo 2, se exponen generalidades y marco jurídico del Mercado Bursátil de nuestro país, empezando por narrar sus antecedentes y evolución, para posteriormente identificar las instituciones rectoras y/o controladoras: Junta de Regulación del Mercado de Valores y Superintendencia de Compañías y Valores; así como los otros entes de apoyo y/o servicios, tales como Bolsas de Valores, Casas de Valores, Calificadoras de Riesgo, Inversionistas institucionales y Administradoras de Fondos y Fideicomisos. Finalmente se presenta el marco legal, resumiendo los aspectos más importantes de la ley

El capítulo 3, realiza un diagnóstico del Mercado de Valores del Ecuador, empezando por analizar la evolución de principales transacciones que se negocian en el mercado bursátil de nuestro país, así como el financiamiento que obtienen las empresas por esta vía. Se compara el desarrollo del mercado de valores de Ecuador con el de Perú, Colombia y Chile. También se confronta los montos y costos del financiamiento que

obtienen las empresas con la captación de fondos del mercado bursátil contra el obtenido con intermediación financiera. Finalmente se identifica los principales problemas que tiene el mercado de valores del Ecuador para su desarrollo.

El capítulo 4, expone el caso de una empresa, que obtuvo financiamiento, realizando una emisión de obligaciones, cuyos títulos fueron negociados exitosamente en el mercado bursátil. Se describen los pasos secuenciales que deben seguirse para conseguir dicho objetivo, que empieza con contactar a una Casa de Valores, que actuará como su agente estructurador y negociador, que lo guiara desde la presentación de datos e información, obtención de la calificación de riesgo, aprobación por Superintendencia de Compañías y Valores y posterior negociación de títulos en Bolsa.

CAPITULO No.1

MARCO TEÓRICO DE LA INVESTIGACIÓN

1.1 CONCEPTOS DE AHORRO E INVERSIÓN Y SU RELACIÓN PARA LA ECONOMÍA

Ambos conceptos se originan realmente del excedente que se pueda obtener del ingreso, después de haber marginado de la parte utilizada para el consumo. Dicho de otra manera es el restante de la parte de la renta que se considera queda disponible para generar AHORRO E INVERSIÓN.

Para ilustrar con mejores palabras se cita lo dicho por Charles Dickrenss, David Copperfield (SAMUELSON PAUL A, 2010). “Renta anual 100 libras. Gasto anual noventa y cinco. **Resultado felicidad.** Renta anual 100 libras, gasto anual 1000 libras, como resultado miseria”

Por su parte cita Samuelson, (SAMUELSON PAUL A, 2010) “*Que la interrelación entre el gasto y la renta desempeñan un papel bastante distinto durante las expansiones y las contracciones cíclicas. Cuando el consumo y la inversión crecen rápidamente gracias a la situación económica aumenta el gasto total o la demanda agregada, lo cual eleva la producción y el empleo en el corto plazo*”

Por lo tanto la capacidad de una economía para crecer y para contrarresta los eventos cíclicos está ligado a lo que pueda marginarse de la renta de los agentes y girarlos en la dirección de **ahorro e inversión**. No obstante esto que es más que un complicado concepto económico y resulta intuitivo y lógico suponer, su aplicación supone todo un esfuerzo de analistas económicos y el resultado de poder marginar de los ingresos de

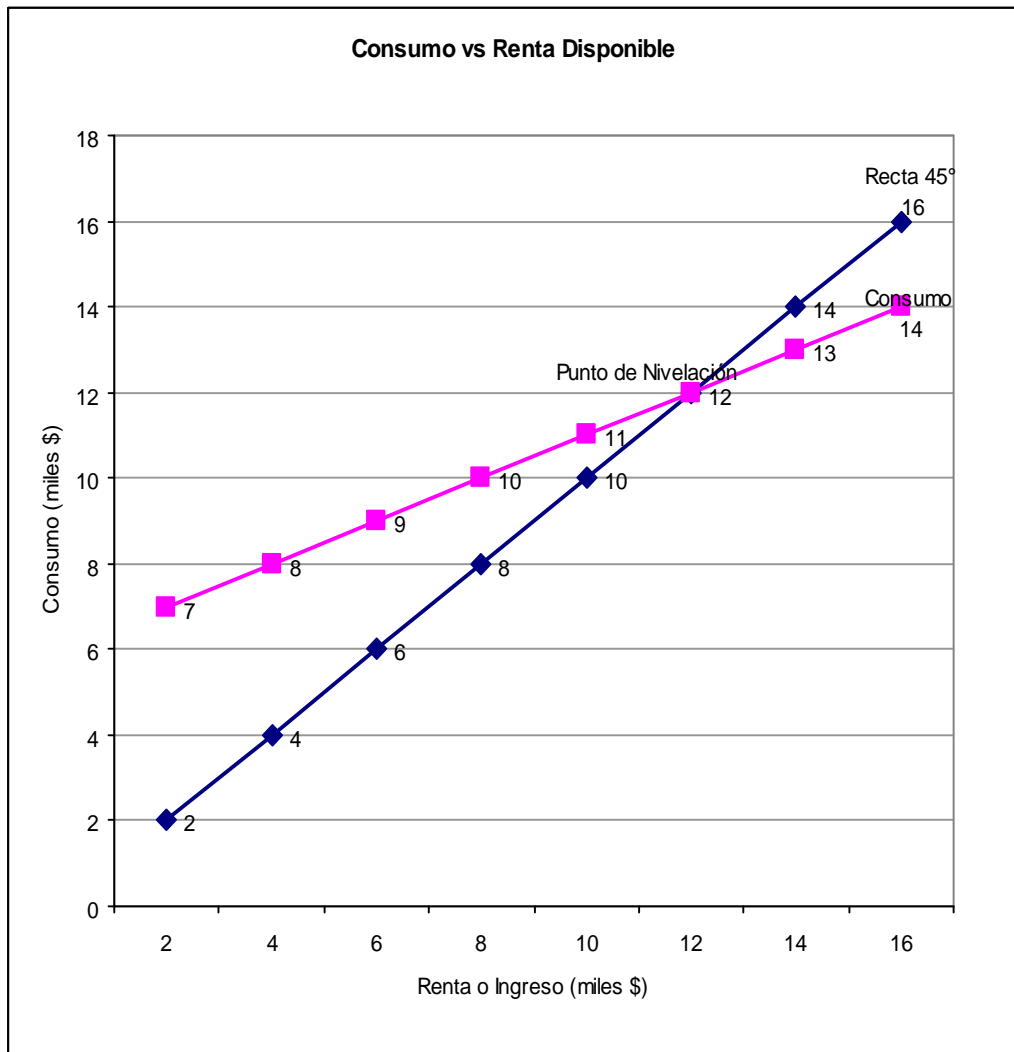
dichos agentes excedentes importantes y después la decisión para que se conviertan en ahorro y/o inversión no es solamente un reto, sino la diferencia entre palabras como crecimiento, recesión o incluso crisis económicas como las que ha tenido que enfrentar el sistema capitalista a lo largo de siglo pasado y con notables efectos en lo que va del actual.

Eventualmente lo que los agentes puedan y deban hacer será una ocupación que le preocupa a las teorías que en torno al tema se han desarrollado y se revisan en el segundo punto; por el momento se definen las citadas variables, una vez expuesta la importancia que tienen en la economía

AHORRO. Ya se estableció que el consumo y el ahorro están estrechamente relacionados entre sí. Por eso el citado autor Samuelson indica que el AHORRO PERSONAL, es la parte de la renta que no se consume. Por lo tanto ambos son determinados por la renta y están en función de ellos, entonces una población podrá destinar ahorros en la medida de que sus ingresos se lo permitan. Cuantificar como ha sido el comportamiento de estas variables en el Ecuador es algo que se mencionará más adelante.

En el gráfico N° 1.1, la recta de 45 grados, representa que consumo es exactamente igual a la renta y en ese punto el hogar o el agente no logra marginar nada para el AHORRO. Pero cuando la función de consumo se encuentra por encima de la citada recta, dicho agente u hogar, **DESAHORRA, por lo tanto es necesario que la función de consumo, esté por debajo de la recta de 45 grados, para que no se consuma toda la renta disponible y se margine AHORRO.**

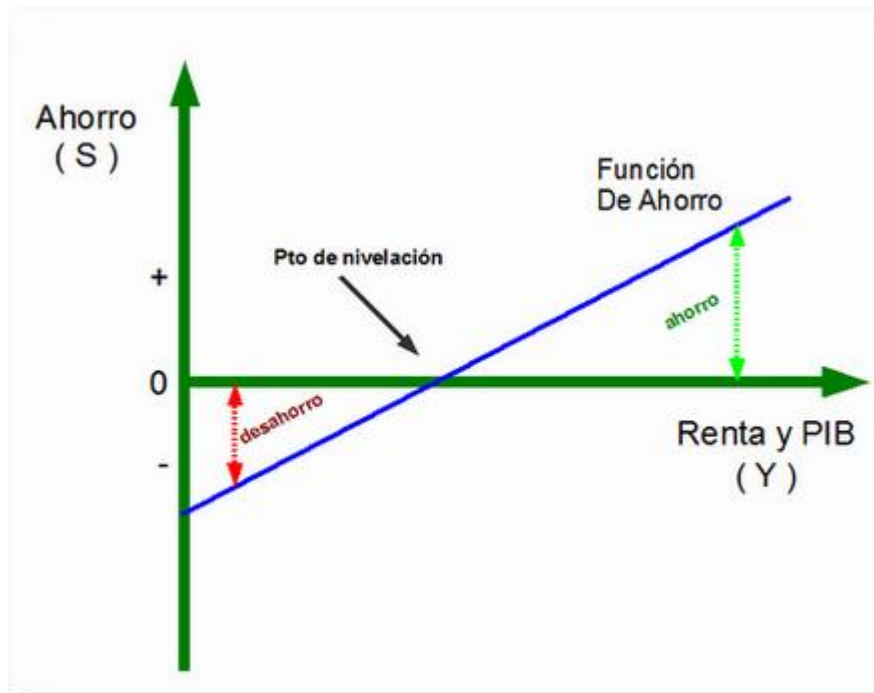
Gráfico No. 1.1.



Fuente: Samuelson, Northaus 2010,
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Matemáticamente se concluye que el AHORRO O DESAHORRO, siempre se mide por la distancia vertical que media entre la función de consumo y la citada recta de 45 grados, lo que se expresa en el gráfico N° 1.2. (MOCHON, 2009)

Gráfico N° 1.2: Ahorro vs Renta (PIB)



Fuente: Francisco Mochón, Economía, Teoría y Política
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

De esta definición también se desprende lo que se conoce como la **propensión marginal al ahorro**, que resulta como un gemelo de la propensión marginal al consumo, por citarlo con las palabras de Samuelson (SAMUELSON PAUL A, 2010). “Pero que más bien surge como un complementario o la cara opuesta de la moneda. Porque la propensión marginal al ahorro es el ahorro adicional generado por un dólar más de renta disponible. Es decir “

$$PMA = I - PMC$$

PMA: Propensión marginal al ahorro

I : Ingreso

PMC: Propensión marginal al consumo

En el contexto macro el ahorro se divide en el ahorro privado (S), que incluye el ahorro de los hogares y empresas. Y por otra parte el superávit público, que se deriva del exceso de los ingresos fiscales del sector público, es decir los impuestos (T – G)

Por su parte LA INVERSIÓN esta desempeña 2 funciones en Macroeconomía. En primer lugar es un gran componente del gasto, suele alterar la demanda agregada e influir en el ciclo económico. La inversión lleva además la acumulación del capital.

Como bien lo señala Samuelson: *“La inversión desempeña un doble juego el de afectar la producción a corto plazo, mediante la influencia en la demanda agregada. Pero también influye en el crecimiento económico, es decir en el crecimiento de la producción a largo plazo, mediante la formación del capital, en la producción potencial y en la oferta agregada”*

Los macroeconomistas utilizan el término de inversión real para referirse a los aumentos del stock de activos o bienes de capital productivo, como los camiones o computadores, dicho en otras palabras solamente hay inversión cuando se produce capital real. Pero la inversión realmente la forma la inversión nacional bruta (IB) y la inversión exterior neta (IE)

1.2 TEORÍAS ECONÓMICAS SOBRE LA GENERACIÓN DE AHORRO E INVERSIÓN.

El pensamiento económico a lo largo de la historia de la humanidad como cualquier otra ciencia busca explicar el comportamiento en este caso de los agentes y como su interacción presentan los cambios importantes y trascendentales que se evidencian. En el caso de la economía los cambios abruptos que han permitido que surjan lo que se conoce como los cambios cíclicos y que bien se pueden narrar como la historia mismo

del capitalismo. Con lo que parecía ser una constante de lucha y debate entre las ideas que defiende el mercado y las que defiende al estado. Dichas ideas se cotizan unas mejor que otra conforme a las coyunturas económicas que se van presentando.

Desde la perestroika, con acontecimientos de la caída del muro de Berlín, hasta la crisis económica del 2008, cuyo epicentro se presenta en Estados Unidos por las burbujas inmobiliarias, pasando por las crisis de los tigres asiáticos, el efecto tequila, los pensamientos de la mano invisible de Smith, las promesas de Milton Friedman, los análisis de Keynes, parecen en determinados momentos unos matizarse más, unos ganar espacio de confirmación. No obstante son más bien muy volátiles como las mismas negociaciones de bolsas y el derrotero de los mercados financieros.

Cuando las ideologías del socialismo y comunismo se desplomaron junto con las piedras que edificaban el muro de Berlín, aparece el cristal del glasnost que significa transparencia, su presencia surge como un dueto con la perestroika y **hacen suponer el triunfo del pensamiento neoliberal y que la respuesta estaba entonces en el mercado.** Años siguientes vino el proceso de globalización, y con esto todos los procesos de integraciones regionales que se han dado en diferentes latitudes del planeta, la globalización y el auge que la tecnología también cobra, permite que las comunicaciones y negociaciones puedan trascender en cuestión de segundos.

El dinamismo que nuevas palabras cobran como internet, google, redes sociales eran parte de un lenguaje desconocido hasta entonces pero que cambiarían la forma de operar en mercados internacionales, tanto de mercados de productos y mercados financieros. Sin embargo la globalización no logra resolver y más bien parece agudizar las enormes brechas entre los países en términos de producto per cápita, **que van**

desde el extremo de PIB percapita en países como Qatar con 105.091 o Luxemburgo con 79.584 dólares anuales y otros como Zimbawe con 187 dólares, donde la gente vive en extrema pobreza con menos de un dólar diario (BLOG EL CAPTOR, 2014)

Para el 2008 se evidenció una nueva crisis. Una vez más salta las limitaciones del capitalismo y la mano invisible de Adam Smith parecería volverse discapacitada. Para decirlo en los términos de Joseph Stiglitz (STIGLITZ, 2010), cuando cita sus cinco lecciones, señala: **“Que sencillamente la mano invisible de Adam Smith no existe. Los banqueros persiguen su propio interés que no tiene porque encajar con los intereses generales de la sociedad, incluso por no encajar no tienen porque encajar ni con el interés de sus accionistas o deudores y sin duda no son los mismos intereses que los propietarios que han perdido sus viviendas, los trabajadores que se han quedado sin empleo, los jubilados que han visto como sus fondos de pensiones se evaporaban o los contribuyentes que han pagado miles de millones de dólares en rescates bancarios”**.

Los diferentes aportes de analistas y brillantes economistas podría ser tan vorágines y volátiles como el mismo mercado financiero como ya se mencionó. Dentro de ese mismo remolino surgen posiblemente los más tremendos cuestionamientos al sistema capitalistas, cuyo momento inicial, se puede decir, que parte con la crisis del 1929, la gran depresión; porque quizás, es solamente hasta entonces que la mano invisible se había mostrado perfecta, pero llegada la crisis demuestra, que por sí sola no había logrado tomar a la oferta y a la demanda y hacerlas que jueguen el perfecto juego de la competencia y el mercado. Que puso en evidencia que lo sostenido por la ley de Say **“La oferta crea su propia demanda”** (1767-1832) (SAY) no podía anunciarse como una verdad incuestionable y que siempre se cumpla porque esto solamente puede ocurrir en una economía de pleno empleo.

En ese contexto aparece Keynes, uno de los más grandes economistas del siglo anterior, quien rompió el paradigma de los clásicos que en muchos casos separaba el Ciclo Económico, de la teoría económica general. La economía política clásica se ocupó de la Distribución del Producto social más que de su cuantía; vale decir, intentaba explicar los determinantes de las participaciones relativas en el Ingreso Nacional de los diversos factores de la producción, y no las fuerzas que determinan el nivel de dicho Ingreso.

El supuesto implícito del sistema clásico es que la economía tiende espontáneamente a producir una ocupación plena de los recursos que dispone; Keynes revoluciona el paradigma y niega ese supuesto, demostrando que la economía puede encontrarse en equilibrio con un gran volumen de utilización de recursos no aprovechados. Surge entonces a partir de Keynes el estudio mismo de la Macroeconomía, buscando una teoría que vuelva reconciliable el estado y el mercado.

Con la Macroeconomía surge el estudio de las cuentas nacionales y los agregados macroeconómicos, como el Consumo, Ingreso, Ahorro e Inversión, señalando la relación entre los Ahorros e inversión como causa del Ciclo Económico.

Plantea que existe una **identidad entre ahorro-inversión** que es una relación importante en Macroeconomía. Esta identidad surge a partir de que la **inversión** es un componente del PIB, es la parte del producto que no es consumo. Y el **ahorro** por su parte es la parte de la renta que no se utiliza o consume, desde la perspectiva del ingreso.

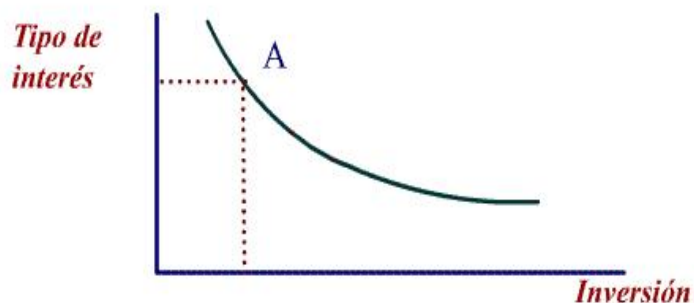
$$I = S$$

En el modelo keynesiano que algunos lo llaman la “**Cruz keynesiana**” está basada en el **estudio de la demanda agregada**”. En vista que la teoría del autor surge con los antecedentes de la Gran Depresión, marcada por una gran recesión, donde las condiciones para adquirir y consumir por los agentes económicos prácticamente son nulas, por el precedente del desempleo. Y como la economía es un flujo circular, el desempleo está presente por la misma baja de incentivos que se ha degenerado en la producción, lo que hizo que Keynes sostuviera que si era preciso para reactivar la economía, contratar gente para abrir y cerrar zanjas, era preciso hacerlo (KEYNES, 2009)

Se necesita para que surja esta **inversión** depende de muchos factores, como los tipos de interés y los impuestos, porque afectan los costes de la inversión y de los ingresos, que se generarán en el marco de la actividad económica y de las expectativas empresariales sobre dicha actividad económica misma.

Es necesario destacar que la demanda de inversión está relacionada inversamente con el tipo de interés. A medida que esta descienda los inversionistas estarán dispuestos a arriesgar sus capitales porque el costo del dinero será menor. La curva que se aprecia en el Grafico No. 1.3, muestra esa relación inversa que existe entre inversión y tasa de interés.

Gráfico No. 1.3: Inversión vs Tasa de Interés



Fuente: Francisco Mochón, Economía, Teoría y Política
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Por todo lo antes expuesto, se puede resumir, indicando que la inversión está sujeta o depende de las variables 1) Nivel de Renta 2) Tasa de interés y 3) las expectativas que se tenga por parte de los agentes empresariales. Es decir lo que ellos esperen pueda presentarse en el mercado para decidirse a invertir. Siendo este último difícil de cuantificar y generar pronóstico, dado que la inversión está basada en determinantes que dependen de hechos muy impredecibles., **la inversión resulta ser más volátil de lo esperado.**

En base a lo expuesto y en lo que respecta al planteamiento del trabajo de tesis, se espera que precisamente con la presente investigación ayudar a que el terreno de siembra para la inversión se genere en un escenario menos vertiginoso. Se espera determinar nuevas opciones de financiamiento para el sector productivo, que se derivan de las que se trazan en el mercado bursátil, para impulsar la inversión y generación de empleo, considerando que la economía del 2015 se plantea con muchos riesgos para Ecuador, ***“Con un presupuesto que fue elaborado con un precio barril de petróleo por US\$ 79, (EL UNIVERSO, 2015) y que en la segunda quincena de Enero del 2015 bajo alrededor de US\$ 47 “***

En lo que respecta a las teorías es necesario para concluir con este tema que se revise que desde la gran depresión hasta la crisis del 2008 el marco de las situaciones ha sido los cambios cíclicos.

“El origen de los cambios cíclicos, para los clásicos responde a las perturbaciones de la oferta, especialmente de la oferta agregada. Por su parte como ya se indicó los primeros keynesianos sostuvieron que las perturbaciones debían buscarse en la demanda y más concretamente en la volatilidad de las decisiones de inversión. Después los monetaristas sostuvieron que un malestar nominal en la economía, en los precios o salarios rígidos eran capaz no solamente

de generar nominales, sino también reales, generando los ciclos”
(MOCHON, 2009).

“Los nuevos clásicos prestaron atención a conductas macroeconómicas, es decir de los agentes y a la disponibilidad de información. Los nuevos keynesianos, por su parte indican que los ciclos deben su origen a los fallos de mercado y que pueden provenir desde la demanda u oferta agregada” (MOCHON, 2009)

El brillante premio nobel de economía, Paul Krugman en su comentario a la crisis del 2008, indica que *“Desde Milton Friedman hasta la izquierda están de acuerdo en que la gran depresión precipitada por el colapso de la demanda efectiva y que la Reserva Federal ha debido combatir la caída de los grandes inyecciones de capitales”*. Otros ven el problema *“como una consecuencia inevitable de los excesos de la economía en el pasado y de hecho como un proceso saludable, como lo declara Joseph Shumpeter y lo menciona como sólida, si viene de sí misma”* (KRUGMAN, 2009)

1.3 TEORÍAS SOBRE DINERO, CRÉDITO BANCA Y NEGOCIACIONES BURSÁTILES

EL DINERO: El dinero surge en la economía como resultado de contar con un referente fijo que permita mejor cuantificar y medir las transacciones que se daban en las sociedades. Se debe recordar que antes de su presencia como tal, lo que existía era **el trueque**, que aunque también se lo conoce **como dinero mercancía**, era precisamente bajo esta figura que operaba, el trueque se expresa bajo la figura de un bien que es intercambiado por otro bien. Este bien tiene valor intrínseco, lo que quiere decir que independientemente de que el bien sea deseado para el intercambio y de que este se efectúe, el bien tiene su valor de uso.

Sin embargo muchas condiciones hicieron que el trueque no pueda sobrevivir en el tiempo y surja el dinero que hoy se utiliza, **el dinero fiduciario, este en cambio tiene valor por decreto gubernamental, en otras palabras tendrá el valor que le autoricen y confieran las autoridades monetarias.** Se conoce que entre las razones que hicieron que el trueque desaparezca están:

1. Las mercancías que hicieron que lo representaran como: pepas de café, granos, frutos, animales, entre otros, no siempre tenían capacidad amplia de supervivencia, **eran perecibles** y en otro casos **difícil de trasladar** como era el caso del ganado vacuno u otro tipo de animales.
2. Por otra parte y quizás lo que con más frecuencia se presentaba y aún cuando se tuviera solucionados las anteriores condiciones y hacía irreversible las posibilidades de ejercer transacciones, era que las partes del intercambio no necesariamente tenían el mismo interés por los bienes sujeto al trueque, conseguir que coincida los deseos de intercambio de ambas partes del trueque por un bien en común se volvía más difícil de ejercer con el progreso de las sociedades y aún **mas encontrar referentes que permitieran medir el valor correcto de cada bien y que las partes acepten este valor como dado y justo.**

Prácticamente todas las sociedades primitivas han desarrollado el trueque como primera forma de tipo de dinero. Su progreso parece estar marcado con el paso al dinero fiduciario (MOCHON, 2009)

Las funciones que cumple el dinero son:

Medio de cambio.- Es la más obvia de las funciones del dinero, precisamente es la que supera la incapacidad del trueque, porque con una sola moneda se logra que esta medie para ejercer cualquier transacción.

Depósito de valor.- Permite transferir valor del presente al futuro. Se cumple en las diferentes cuentas que los bancos crean y abren a los agentes económicos

Unidad de cuenta.- Sirve para expresar el precio y llevar las cuentas de las transacciones.

Actualmente no se puede tocar el tema del dinero sin considerar el ***“DINERO ELECTRONICO, Es el medio de pago electrónico, gestionado privativamente por el Banco Central del Ecuador, denominado en dólares de los Estados Unidos de América, de conformidad con lo establecido en el Código Orgánico Monetario y Financiero, que se intercambia únicamente a través de dispositivos electrónicos, móviles, electromecánicos, fijos, tarjetas inteligentes, computadoras y otros, producto del avance tecnológico”*** (Resolución No.005-2014-M de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera) (www.bce.fin.ec).

Este dinero electrónico permitiría pagar todo tipo de transacciones, incluso sin tener dinero en efectivo en cuenta alguna, sea esta por la adquisición de un bien o servicio y está disponible los 365 días del año. Su uso permite el pago sin hacer columnas en ventanilla o manejar monedas fraccionarias

DOLARIZACION:

En nuestra economía, prácticamente las funciones del dinero, dejaron de ser cumplida por nuestra moneda el sucre, incluso antes de la dolarización oficial. Por eso es que algunos analistas económicos como lo menciona el Dr. Marcos Naranjo en su obra referente a la Dolarización (NARANJO, 2006), considera que existió una dolarización de tipo informal.

El sucre se presentó como incapaz de ser deseado para realizar transacciones, con lo que la primera función del dinero se ve afectada. Hacia finales del año 1999, muchos agentes económicos, si les era posible realizar transacciones donde mediara el dólar y no el sucre lo hicieron, por lo que la función como medio de cambio se fue incumpliendo.

La disfuncionalidad del dinero como **depósito de valor** también se presentó, porque para ese entonces, los agentes más pudientes de la economía o con mejor disponibilidad de información abrían cuentas en dólar u euro, pero no en sucre.

Para la función de unidad de cuenta, su evidencia se hizo notoria cuando para diciembre del año 1999, muchos almacenes importantes del país, expresaban el precio de sus mercancías como juguetes, licores, prendas de vestir, adornos, etc., en sucre, pero también en dólar.

El 9 de Enero del 2000 queda confirmada la utilización de manera oficial del dólar en el territorio nacional, surgiendo un hecho sin precedentes para la historia económica ecuatoriana, que bien podría dividirla en el Ecuador antes y después del dólar.

A continuación se presentan cifras, obtenidas del INEC (INEC, 2014) y Banco Central del Ecuador, que evidencia los aspectos positivos que ha generado la dolarización, pese a muchos detractores que con la finalidad de conservar el sucre como moneda propia, pese a que el mismo había perdido la capacidad de cumplir las funciones principales, presentaron argumentos propios. (Ver tabla 1.1.)

Tabla No.1: Ecuador: Indicadores Económicos

Indicadores

Años	Tasa nacional de pobreza por ingresos (%)	Ingreso por habitante (en dólares)	Inflación anual (%)	Coefficiente GINI (mide la desigualdad social)
2000	64,4	1.462	91	0.580
2001	55,2	1.914	22,4	0.600
2002	49	2.191	9,4	-
2003	49,9	2.442	6,1	0.560
2004	44,6	2.705	1,95	0.570
2005	42,2	3.013	3,14	0.555
2006	37,6	3.337	2,87	0.530
2007	36,7	3.575	3,32	0.550
2008	35,1	4.256	8,83	0.515
2009	36,0	4.237	4,31	0.504
2010	32,8	4.637	3,33	0.505
2011	28,6	5.200	5,41	0.473
2012	27,3	5.656	4,16	0.477
2013	25,6	6.003	2,7	0.485
2014	24,5*	-	3,67	0.486*

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos / Banco Central del Ecuador * hasta junio

En la tabla presentada arriba, se observa como disminuye el índice de Pobreza que para el año 2000 era de más del 64% y en los datos que al 2014, son de 24,5%. Lo que es más evidente el producto interno bruto por habitante se hace 4 veces más.

En ese entonces también se cuestiono el tipo de cambio con el cual quedo sujeto la dolarización, "**Para algunos analistas pudo ser menor la cantidad de sucres (25.000). Pero los encargados de esa época como Miguel Dávila, ex gerente del Banco Central y Jorge Guzmán Superintendente de bancos indican que esto se debió a la cantidad de activos que tenía el Banco Central como reserva internacional, que se dividió para el total de pasivos que se podían entregar como canje**". (UNIVERSO, 2015)

“Sin embargo después de cumplido los 15 años del nuevo sistema de dolarización se presenta comentarios que señalan que realmente estuvo apalancada por factores externos y que frente a la apreciación que el dólar ha manifestado en el mes de Enero, es un gran desafío para el gobierno que pese a ser contrario a ella ha preferido mantenerla” (UNIVERSO, 2015)

Lo cierto es que como se lo dijo en ese entonces y se lo reitera ahora, este sistema requiere de una disciplina fiscal y de diversificar el panorama de las exportaciones que evidentemente sigue dependiendo de los productos primarios, pese a lo que se ha promovido de manera publicitaria empezar a trabajar en la matriz productiva. Bajo el sistema monetario de la dolarización es necesario que se recuerde diariamente que no es opción devaluar la moneda, como algunas veces el gobierno de la revolución ciudadana ha indicado ante los medios, como una ventaja que si tienen países como Colombia y Perú.

La opción de anular la dolarización parece ser una vía que se niega por sí mismo si solamente se recuerdan las causas que nos llevaron a ellas, entre las que pueden mencionarse: la inflación, el desempleo, el número de empresas cerradas y por lo tanto el número de personas desempleadas que dejó, solo para citar algunas de los efectos del anterior sistema, donde los gobiernos al devaluar la moneda, solo dieron mejores posibilidades a los exportadores.

A continuación se exponen comentarios de Pablo Lucio Paredes frente a lo que significa vivir en un sistema de dolarización ***“La dolarización requiere de prudencia y de tener reservas sólidas para enfrentar una eventual crisis de la economía. Desgraciadamente, en el Ecuador no hemos sido suficientemente prudentes” (PAREDES, 2014)***

DEMANDA MONETARIA

Se debe recordar las funciones del dinero, indicadas líneas atrás, donde por un lado se **permite** el intercambio, pero al conocer que se puede transferir valor al futuro mediante la función de depósito de valor, el dinero se presenta para los agentes como el medio más seguro de cubrir una eventual crisis.

En otras palabras en un escenario de incertidumbre, la disponibilidad que se tenga de dinero y de su liquidez, se vuelve atractiva para los agentes, como cualquier otro recurso escaso en la economía. Por lo que se presenta la demanda de dinero en activos financieros para el caso de la función depósito de valor y demanda de dinero plenamente líquido como el activo más seguro

El costo de oportunidad de tener dinero como lo menciona Francisco Mochón son los intereses sacrificados por tener dinero en lugar de un activo o una inversión.

OFERTA MONETARIA

“La oferta monetaria, es la cantidad total de dinero que existe en una economía o en manos del público”. (LA GRAN ENCICLOPEDIA DE ECONOMIA, 2014). ***“También se puede definir a partir de sus componentes, están constituidos exclusivamente por los billetes y monedas en circulación más los depósitos a la vista o en cuenta corriente que se hallan en el sistema bancario”.*** (GERENCIE.COM, 2010). A esta oferta monetaria básica, o circulante, se la denomina como M1. Si a ella se le agregan los depósitos en cuentas de ahorro y los de plazo fijo, llamados en conjunto cuasidineró, se obtienen una cantidad mayor, que se designa M2 y se denomina liquidez monetaria. Cuando a esta última cantidad se le agregan los depósitos a muy largo plazo, se

obtiene la más extendida definición de oferta monetaria, que se designa como liquidez ampliada, M3.

Es importante señalar que el **CUASIDINERO**, se lo define como: **Activo Financiero** que es un buen sustituto del Dinero en sus funciones de Depósito de Valor y medio de pago. Se puede decir que el cuasidinero es un medio de pago de aceptación más restringida que el Dinero.

“Es común considerar como cuasidinero los depósitos de Ahorro y los depósitos a Plazo en los bancos comerciales”. (ECOFINANZAS, 2014).

Según estadísticas macroeconómicas del Banco Central del Ecuador la oferta monetaria a Diciembre del 2014 alcanzó US\$ 18.695 millones

NEGOCIACIONES BURSÁTILES.-

Pero después del dinero, debe considerarse que la economía en su evolución, tal como pasó del trueque al dinero, papel moneda y fiduciario, así puede encontrar otra alternativa en el mercado de capitales, que aunque siendo parte del mercado financiero, en nuestro país, quizás por una falta de orientación e información de las autoridades, o de mayor disposición de sus agentes, aún no ha encontrado la manera eficaz para su necesario desarrollo.

El mercado bursátil es una alternativa viable para promover inversión, desde el ahorro de las familias y financiamiento al sector empresarial, contribuye al abaratamiento del proceso de inversión, al canalizar recursos hacia agentes económicos que promueven iniciativas rentables, que en otras condiciones, no tendrían acceso al financiamiento requerido para movilizar los recursos en la dirección deseada.

La Bolsa de Valores, es el mercado en el que participan intermediarios de valores, debidamente autorizados, con el propósito de realizar, por encargo de sus clientes, operaciones de compra y venta de títulos valores.

Se consideran intermediarios únicamente las Casas de Valores debidamente autorizadas, que podrán actuar ante dicho mercado por cuenta propia o de tercero, según Ley de Mercado de Valores y su normativa.

Las instituciones del sistema financiero podrán adquirir, conservar y enajenar por cuenta propia los valores de renta fija u otros valores según lo defina dicha ley. Pero a la vez están prohibidas de ejecutar transacciones en el mercado extrabursátil, limitándose solamente al escenario del que puedan facilitarle las Casas de Valores.

Mercado bursátil, es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores, realizadas en éstas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley. (LEY DE MERCADO DE VALORES, 2014)

Mercado extrabursátil, es el que se desarrolla fuera de las bolsas de valores, con la participación de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales, con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores. (LEY DE MERCADO DE VALORES, 2014)

El ritmo, dinamismo y eficiencia de las negociaciones bursátiles constituyen un factor que puede manifestar el ritmo de desarrollo de una economía

1.4 ASPECTOS MACROECONÓMICOS DEL ECUADOR COMO ESCENARIO DE LA INVESTIGACIÓN

PIB - INVERSIÓN:

Las cifras del Banco Central del Ecuador en su publicación “Previsiones Macroeconómicas del Ecuador 2014”, complementadas con el Boletín “Información estadística Mensual 1955”, Enero de 2015, indican que el PIB del 2014, a precios corrientes, se ubica en US\$ 101.090 Millones, según se aprecia en el siguiente gráfico

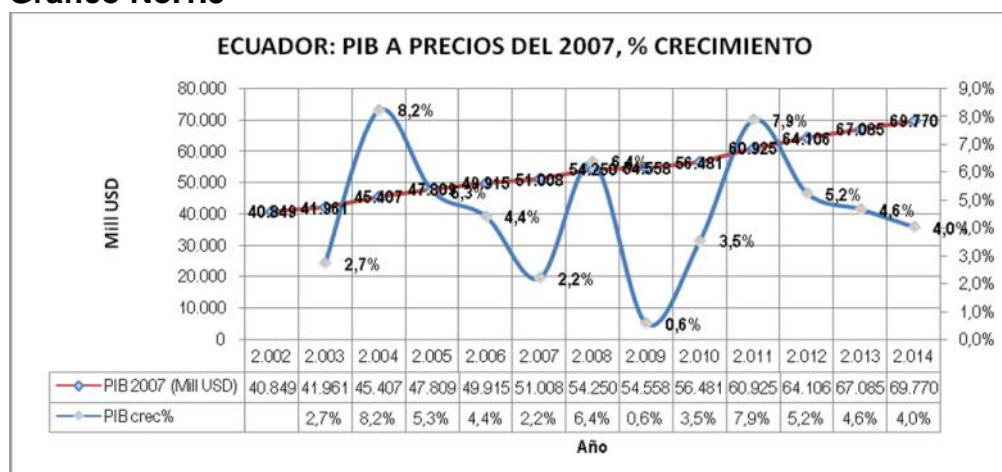
Gráfico No.1.4



Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955, Enero 2015, y Previsiones Macroeconómicas 2014 - 2018
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

La fuente, antes citada, también informa sobre el PIB a precios constantes, precios del 2007, y su tasa de variación anual, que se exponen en gráfico siguiente:

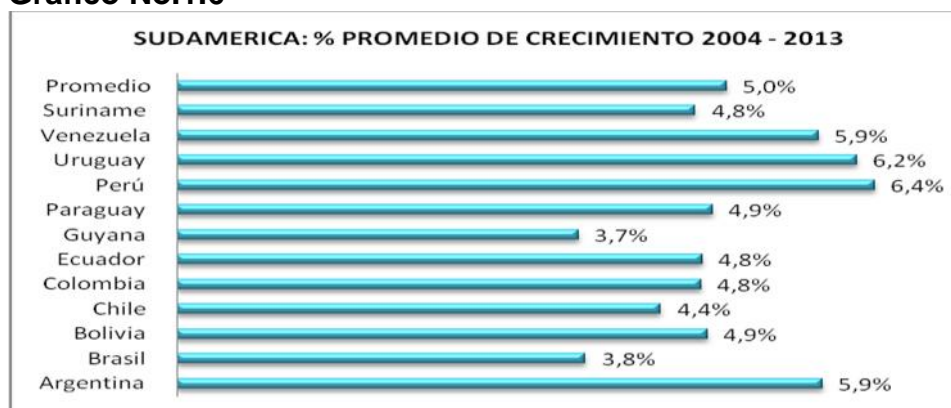
Gráfico No.1.5



Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955, Enero 2015.y Previsiones Macroeconómicas 2014 – 2018
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Según cifras del gráfico, el país creció del 2002 al 2014, a una tasa promedio de 4,6%. Este crecimiento es superior al 2,6%, de promedio registrado para los países latinoamericanos y ligeramente inferior al 4,8% de los países sudamericanos, en similar periodo, según cifras de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL

Gráfico No.1.6



Fuente: CEPAL http://www.estadisticas.cepal.org/cepalstat/WEB_CEPALSTAT
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Las actividades que contribuyen con 81% al PIB del Ecuador, promedio bianual 2012 - 2013, se presentan a continuación:

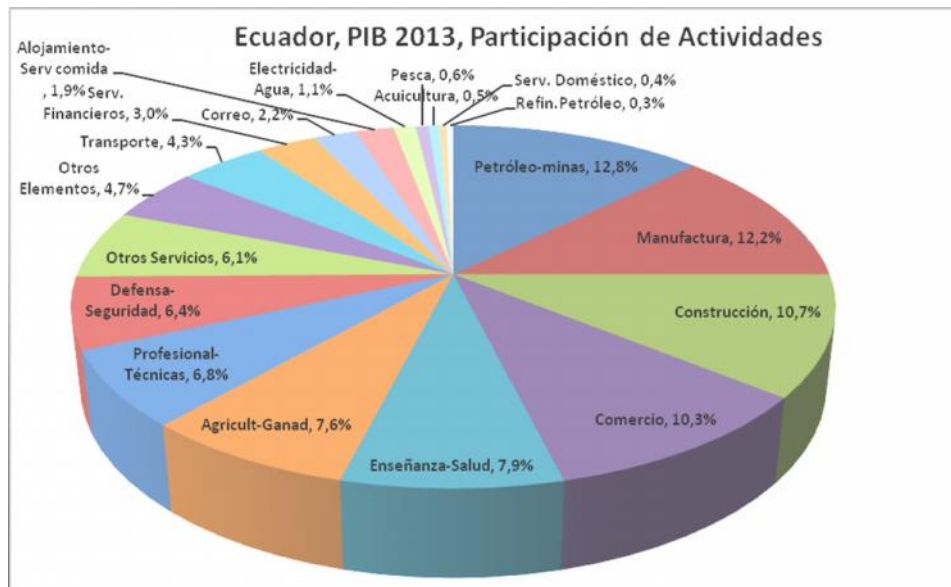
Tabla No.1.2 Ecuador: PIB por Actividad Económica

Actividad	Participación %
Petróleo-minas	12,8%
Manufactura	12,2%
Construcción	10,7%
Comercio	10,3%
Enseñanza - Salud	7,9%
Agricultura - Ganadería	7,6%
Profesional-Técnicas	6,8%
Defensa- Seguridad	6,4%
Otros Servicios	6,1%
Suma	80,9%

Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955, Enero de 2015
 Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

El gráfico adjunto presenta un mayor detalle de la contribución por actividad a la formación del PIB, en el período bianual 2012 - 2013

Gráfico No.1.7



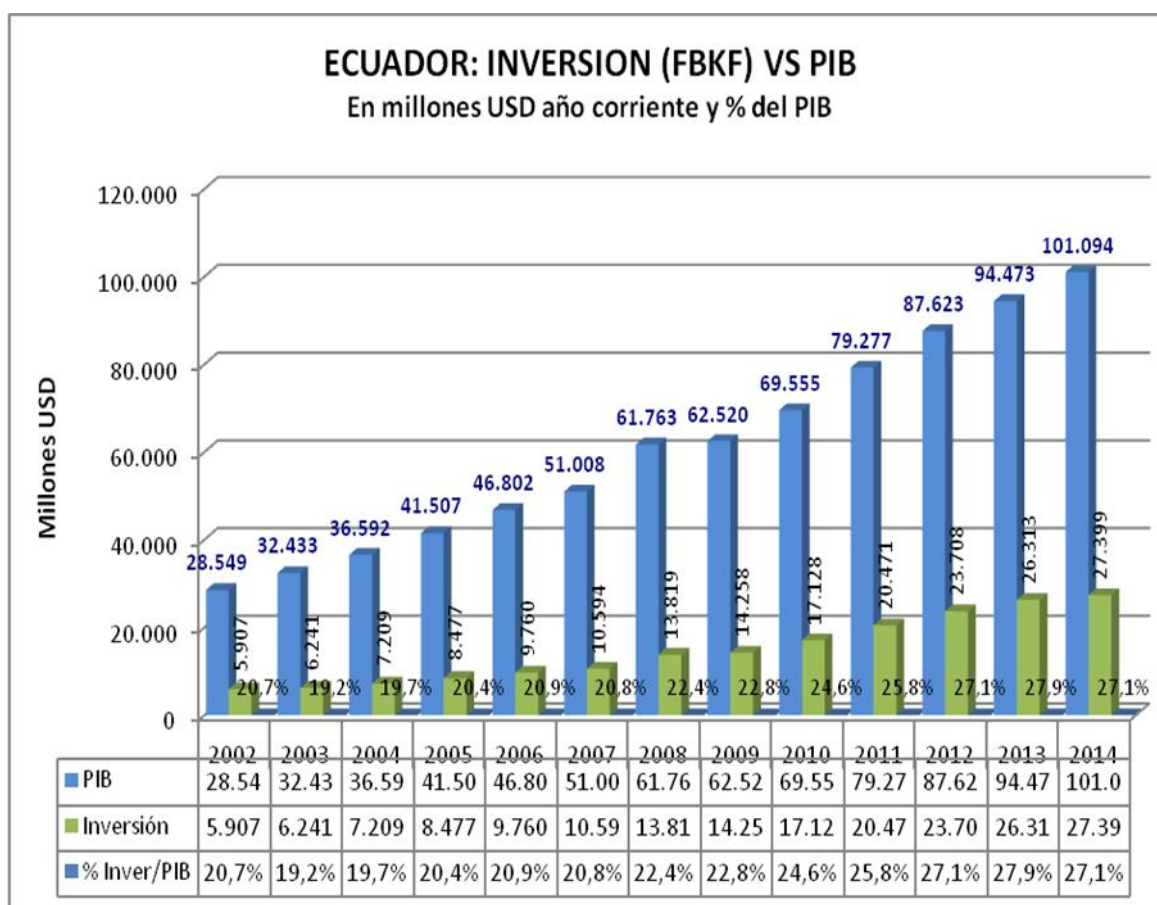
Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955, Enero de 2015 y Previsiones Macroeconómicas 2014 – 2018
 Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Del gráfico se observa que las actividades que más contribuyen al PIB son Petróleo, Comercio, y Manufactura

INVERSIÓN

El gráfico expuesto líneas abajo, obtenido de estadísticas del Banco Central del Ecuador (Boletín anuario 1955 y Previsiones Macroeconómicas del Ecuador 2014) analizan el comportamiento de la inversión (Formación Bruta de Capital Fijo, FBKF), en Ecuador, durante el período 2002 a 2014, observándose un crecimiento continuo, promedio de 7% anual, superior al 4,6% del PIB. Logrando un incremento acumulado de 6,4 puntos %, con respecto al PIB

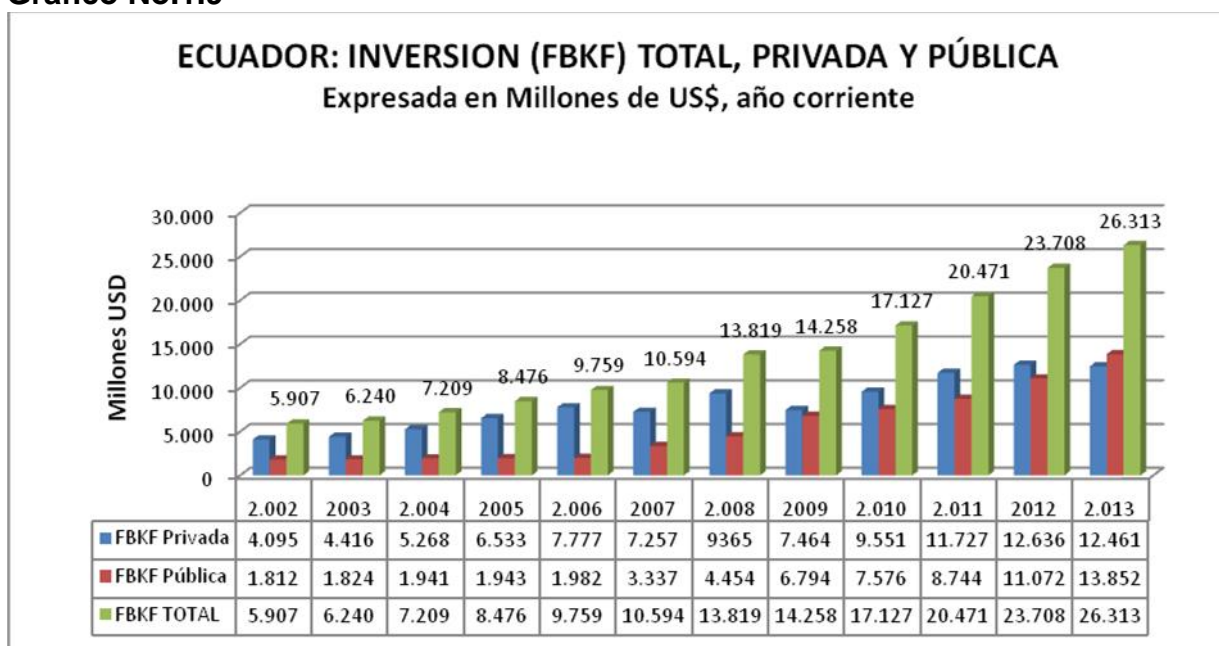
Gráfico No.1.8



Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955, Enero de 2015 y Previsiones Macroeconómicas 2014 - 2018
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Un mayor análisis es posible realizar al desagregar la Inversión en Privada y Pública. La publicación Rendición de Cuentas del Banco Central Ecuador, nos permite extraer las cifras y gráficos que se muestran líneas abajo, observándose que en el período analizado la participación de la inversión privada supera a la pública, a excepción del año 2013 en que la inversión pública participó con 52.6%.

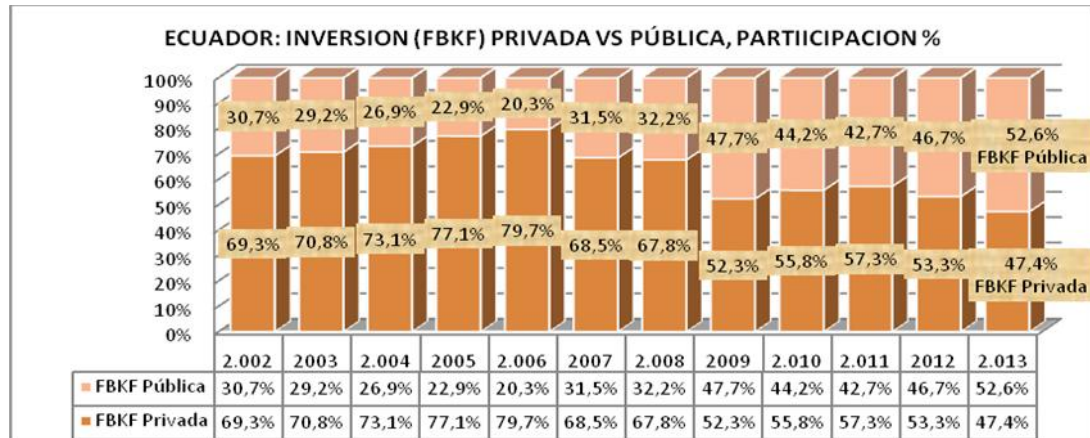
Gráfico No.1.9



Fuente: Banco Central del Ecuador, Rendición de Cuentas 2014
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Lo anterior se explica por el decrecimiento continuo, registrado por la Inversión Privada durante los últimos años, pasando de una participación del 79,7% en el 2006 al 47,4% en el 2013, según siguiente cuadro:

GráficoNo.1.10

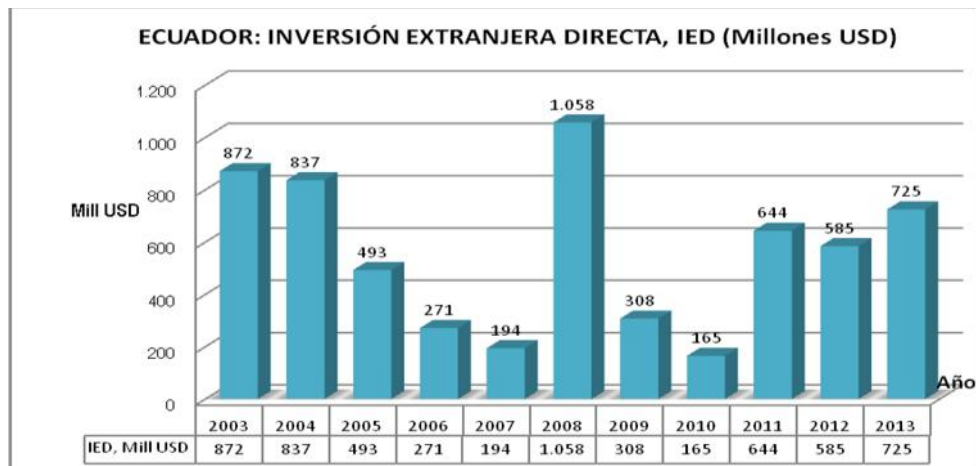


Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955, Enero de 2015
 Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Inversión Extranjera Directa, IED

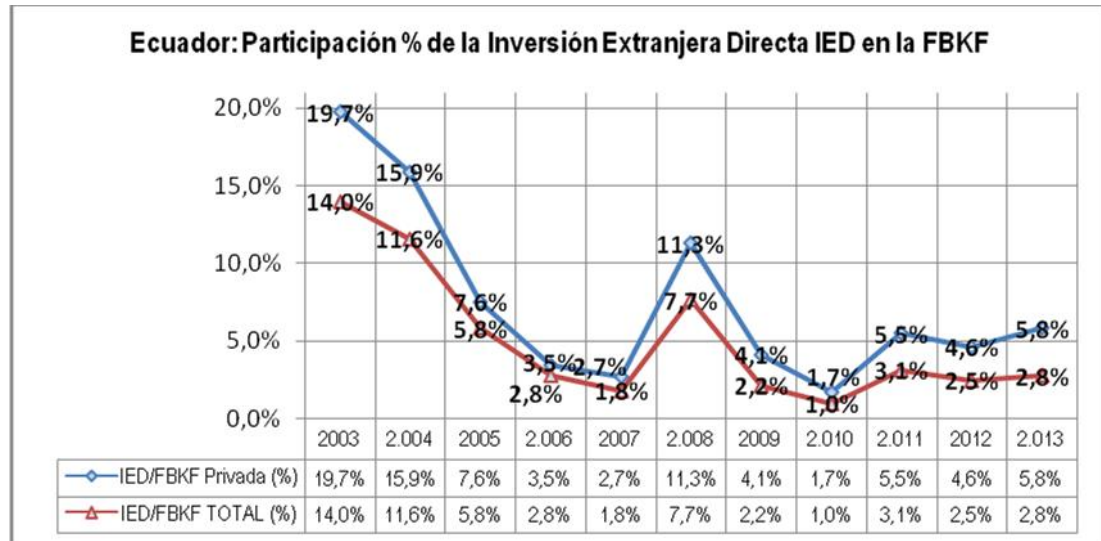
La contribución de la Inversión Extranjera Directa (IED), en la FBKF (Inversión Total), del Ecuador, en el período 2003 al 2013, no ha crecido, más bien se ha reducido. La IED del 14% de la FBKF, en el 2003, pasa al 2,8% de la FBKF, en el 2013, tal como se expone en gráficos siguientes:

Gráfico No.1.11



Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán
 Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Anuario 36, Enero de 2015

Gráfico No.1.12



Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955 y Boletín Anuario N° 36
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Según cuadro No.1.3, extraído de las estadísticas de la Comisión Ecuatoriana Para América Latina y el Caribe, CEPAL, se visualiza que, para el año 2013, las IED de nuestros vecinos países, Colombia y Perú, son casi 13 veces superior, que registrada para Ecuador en ese año.

Tabla No.1.3

**SUDAMERICA Y AMERICA LATINA: INVERSION EXTRANJERA DIRECTA, IED
(Millones US\$ Dólares)**

PAIS - REGION	2011	2012	2013
Argentina	9.352	13.889	10.256
Bolivia	859	1.060	1.750
Brasil	67.689	68.093	67.491
Chile	3.192	6.212	9.335
Colombia	5.101	16.135	9.120
Ecuador	644	585	728
Paraguay	557	480	382
Perú	7.518	11.840	9.161
Uruguay	2.511	2.689	2.769
Venezuela	4.919	756	2.364
Guyana	247	294	214
Surinam	73	120	138
América Latina	124.006	129.157	154.429

FUENTE: Publicación CEPAL 2014, Balances Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Lo anterior se explica, porque en Colombia y Perú existen mayores incentivos a los inversionistas extranjeros, que los que otorga nuestro país. Lo que es más, existen factores que desestimulan la inversión extranjera, como es el caso de superiores tributos, como el Impuesto a la Salida de Divisas, ISD, que empezó con 1% a fines del 2007, subiendo luego al 2%, para posteriormente ubicarse en 5%, desde el 2010. Adicionalmente nuestro país ha sido criticado y mal posicionado en el ámbito internacional, por la inseguridad jurídica, prueba de ello son las resoluciones emitidas por la Comisión Interamericana de Derechos Humanos, CIDH, lo que obviamente no hace atractiva la inversión extranjera.

Otro elemento negativo para el crecimiento de la IED en el Ecuador, es la inconformidad, de su gobierno actual, respecto a la dolarización, manifestado en palabras del Presidente de la República, que prácticamente acepta el modelo monetario de la dolarización, porque su salida generaría más problemas. En la parte comercial constantemente manifiesta que se tiene limitaciones en la capacidad de las exportaciones por no poder devaluar la moneda como si lo pueden hacer otros países, como nuestros vecinos, Colombia o Perú, olvidándose que el camino correcto es hacer de los productos ecuatorianos bienes más competitivos en el escenario internacional. De Ecu (EMPRENDEDOR, 2013)ador tener una moneda propia, las consecuencias podrían ser tan complicadas, como las que vive Venezuela.

AHORRO:

La Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de Hogares Urbanos y Rurales, (INEC, 2015), realizó a 40.932 viviendas entre abril del 2011 a marzo del 2012, entre sus resultados revela que poco más de la mitad de los ecuatorianos está en capacidad de ahorrar. El estudio revela que el **58,8% de los hogares del país percibe más ingresos de los gastos**

que genera. El ingreso total promedio de las familias en el país es de US\$ 892,9 al mes, mientras que el gasto promedio se encuentra en US\$ 809,6 al mes. **Los \$83 que sobran entre el ingreso y el gasto equivalen a la capacidad de ahorro promedio.** Dentro de este grupo están ubicadas las personas cuyos sueldos figuran entre el salario básico (US\$ 292, para el año 2012 y US\$ 354, para 2015) y la canasta familiar básica (US\$ 581,12, para el año 2012 y US\$ 653,21 para 2015).

No obstante, algunos analistas indican, que en Ecuador las familias tienen poca cultura o vocación de ahorro, que no existen mecanismos o entidades que impulsen el mismo, tales como libertad para colocar los fondos, que obligatoriamente aportan los trabajadores a la seguridad social, hacia otras aseguradoras o Administradora de Fondos de Pensiones Privados, que impulse o incentive el ahorro, como sucede en Chile, Colombia y Perú

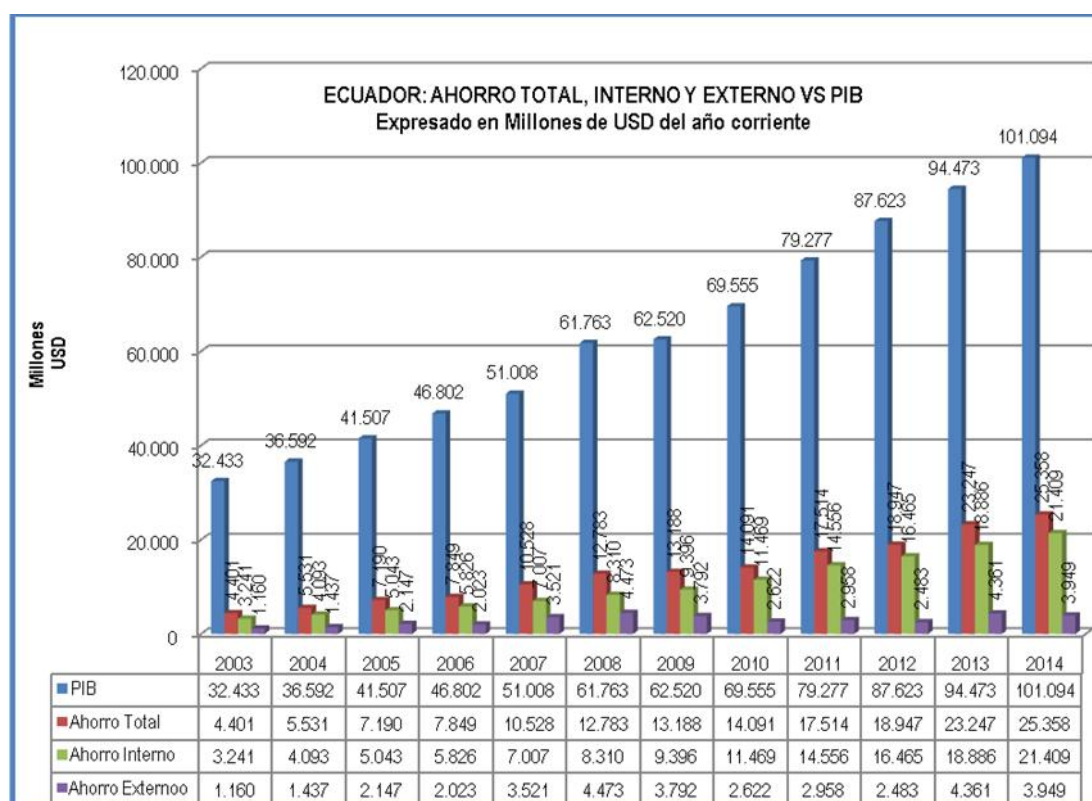
La estimación real del Ahorro en Ecuador, resulta difícil de medir. La teoría clásica indica que el ahorro bruto se calcula como el ingreso nacional bruto (PIB), menos el consumo total más las transferencias netas. No obstante en nuestra opinión una aproximación más cercana del ahorro bruto total se obtiene sumando el cuasidinero (depósitos de ahorros, a plazo y restringidos) más la Reserva Monetaria de Libre Disponibilidad (RILD)

En consecuencia para obtener cifras de ahorro del Ecuador, a nivel macro, se utilizó información del Banco Central del Ecuador; de Cuasidinero, a fines de año, identificándolo como “Ahorro Interno”, a lo cual se le adicionó el dato de finales de año de la RILD, que se lo adoptó como “Ahorro Externo” y de esta forma se obtuvo el Ahorro Total.

Los gráficos, que se presentan líneas abajo, visualizan cifras de Ahorro vs. PIB, destacándose que en el período analizado (2003-2014), el Ahorro

del Ecuador crece en 11,5 puntos % respecto al PIB, logrando el 25,1% para el último año. Las cifras también permiten establecer que el crecimiento del Ahorro es motivado por lo interno, el que se identifica con el sector privado, que en el periodo analizado crece 11,2 puntos % del 10% al 21,2% sobre el PIB, mientras que el Ahorro Público más bien se mantiene estático, creciendo solo 0,3 puntos% del 3,6 al 3.9, sobre el PIB. Al identificarse este último segmento de ahorro con la RILD, que a su vez depende del Gobierno o la política pública, se podría manifestar que el gobierno de los últimos años, no obstante el alto precio del petróleo y el incremento sustancial de la recaudación tributaria, debido al alto gasto público ha destinado muy poco al ahorro.

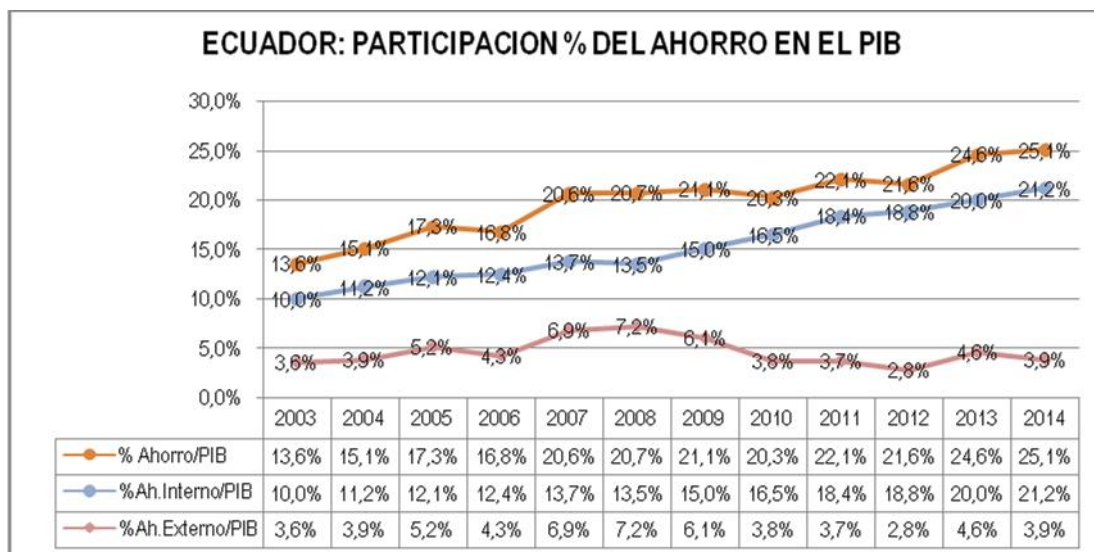
Gráfico No.1.13



Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955, Enero-2015 y Boletín Anuario N° 36, Enero-2015
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Por las cifras y gráficos indicados previa y posteriormente, en lo que respecta a la Inversión, sobre todo la inversión extranjera y al ahorro, sobre todo al externo, es coherente suponer que Ecuador no ha apostado a tiempos difíciles, y no aprovecho mucho la bonanza petrolera, pese a que el oficialismo argumente lo contrario.

Gráfico No.1.14



Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955, Enero-2015 y Boletín Anuario N° 36, Enero-2015

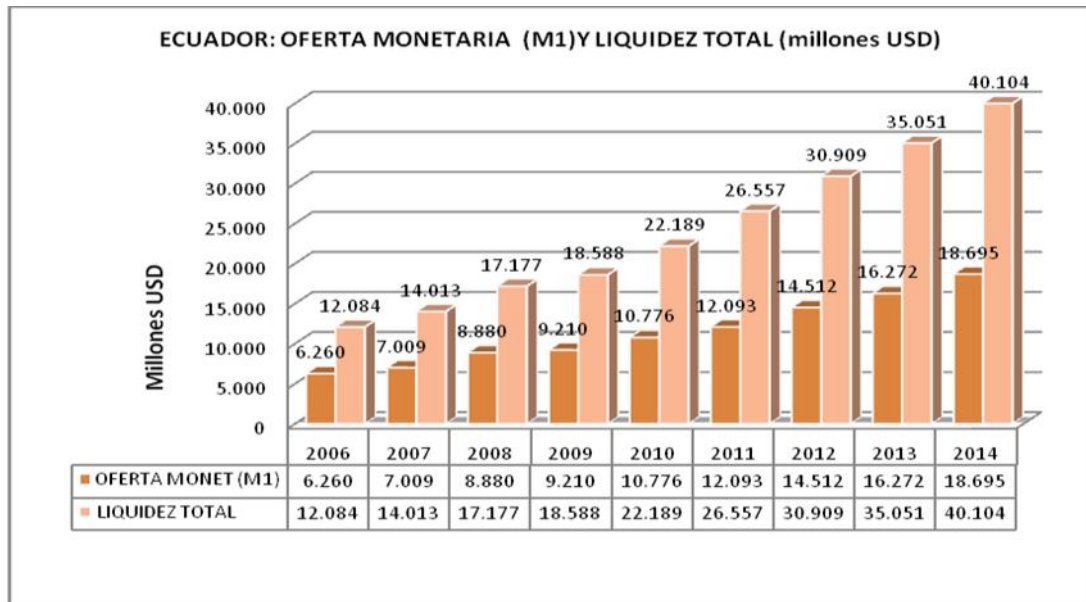
OFERTA MONETARIA, LIQUIDEZ Y CREDITO

Por tratarse de un estudio de potencial captación y colocación de títulos valores en el Mercado Bursátil es imprescindible que se estudie el comportamiento histórico de la Oferta Monetaria, Cuasidinero y Liquidez de la Economía ecuatoriana.

Según gráfico y tabla adjunta, del 2006 al 2014, la Oferta Monetaria M1 y Liquidez Total M2, de la economía ecuatoriana, medida para fines de cada período, creció significativamente. En efecto la M1 crece 2,99 veces y la M2 3,32 veces. El promedio de crecimiento anual fue de 14,8% para

la M1 16,3% para la M2, cifra superior al crecimiento de 10,2% del PIB corriente, para ese período 2006 al 2014

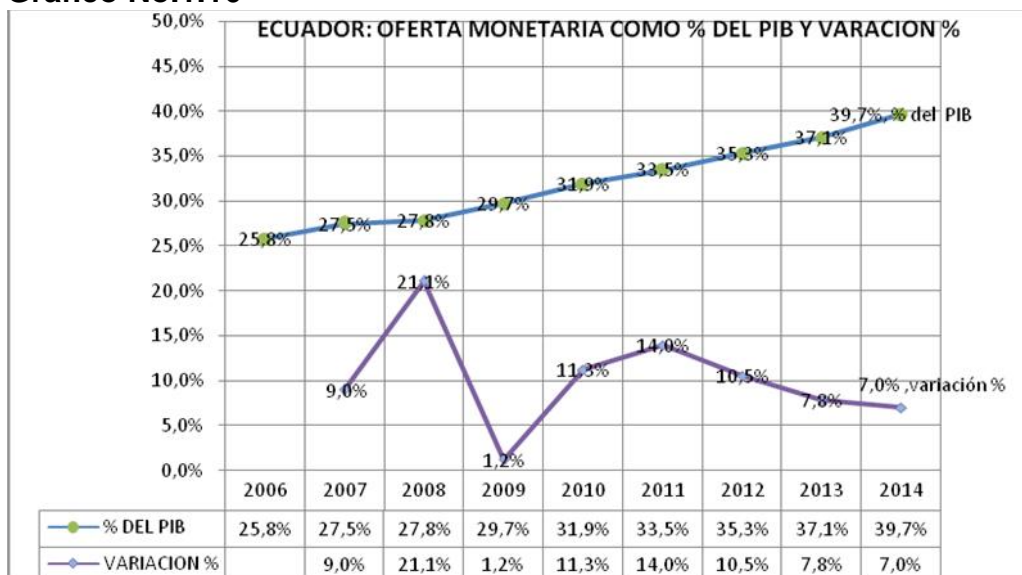
Gráfico No.1.15



Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán
Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955, Enero-2015

El gráfico siguiente muestra la participación del M1 en el PIB.

Gráfico No.1.16



Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955, Enero-2015
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

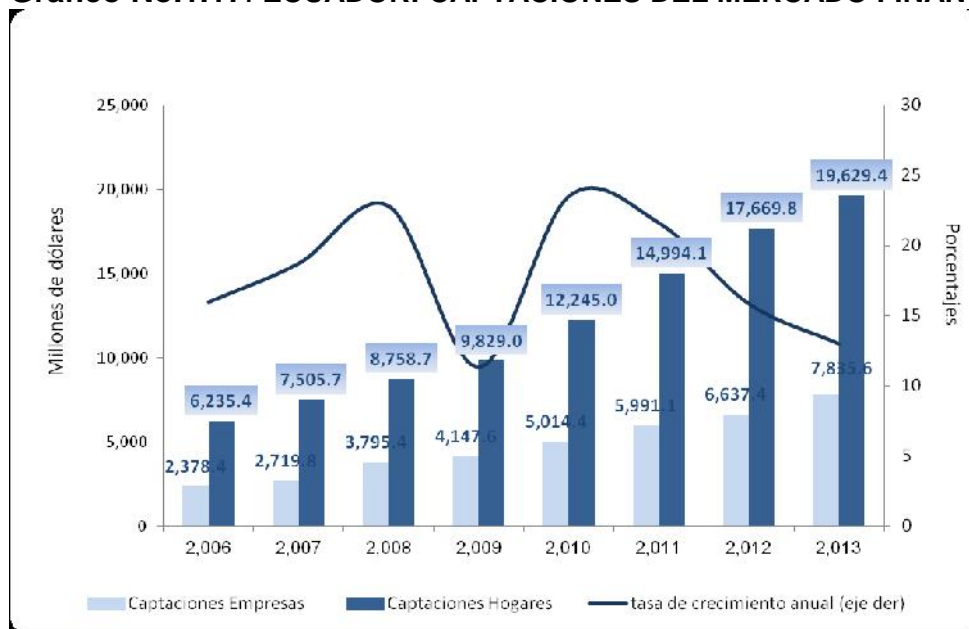
En el período 2006 – 2014, la participación del M1 crece continuamente, pasando del 25,8% al 39,7%, del PIB, expresado a precios corrientes. El promedio de variación anual fue de 10,20%, según lo anotado anteriormente

LA BANCA: LOS DEPÓSITOS Y EL CRÉDITO

Al tocar la variable dinero, es necesario relacionar la **banca** como complemento y cuando se menciona la banca, debe hacerse relación con los depósitos y el crédito. Por otra parte es necesario considerar lo que es demanda y oferta monetaria.

A continuación **el Gráfico No1.17** presenta las captaciones de depósitos que en el mercado financiero tuvo la Banca, desde el 2006 hasta el 2013. Representando casi el 30% del PIB, con un crecimiento anual del 15,8%.

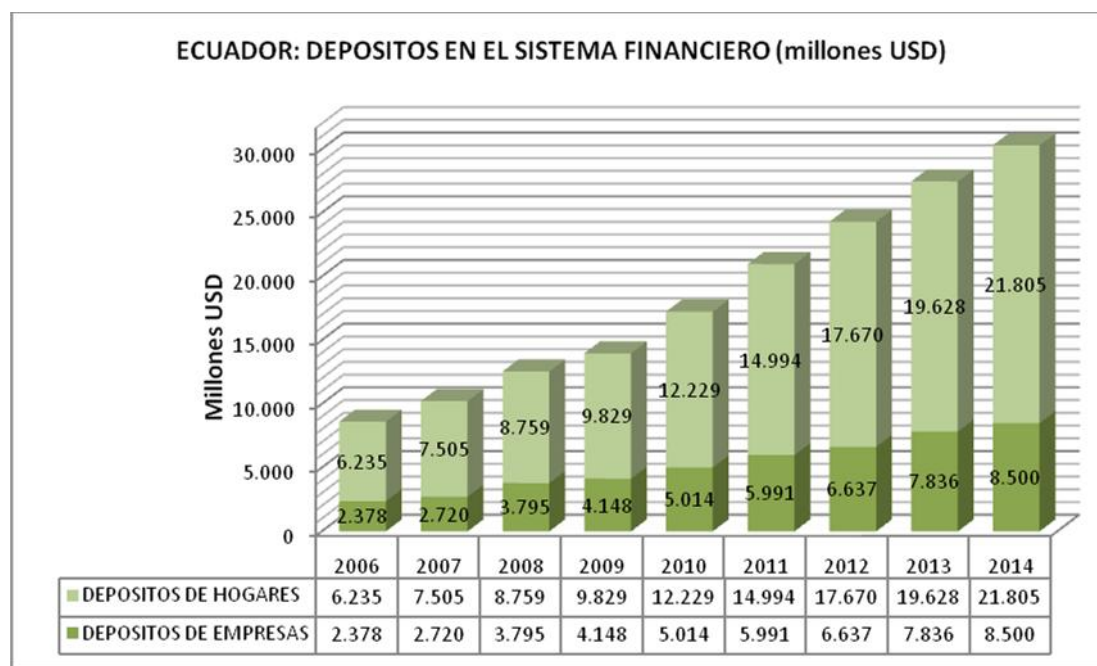
Gráfico No.1.17: ECUADOR: CAPTACIONES DEL MERCADO FINANCIERO



Fuente: Banco Central del Ecuador, Estadísticas Macroeconómica, Enero-2015
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Un mayor análisis se muestra líneas abajo, desagregando los depósitos captados por el Sistema Financiero, separando los realizados por hogares, de los realizados por las empresas. Los gráficos muestran que, del 2006 al 2014, los depósitos crecieron de 8,6 a 30,3 millardos US\$, siendo el crecimiento promedio el 17,1%. Los hogares tienen una mayor participación 71,6% promedio, en el período

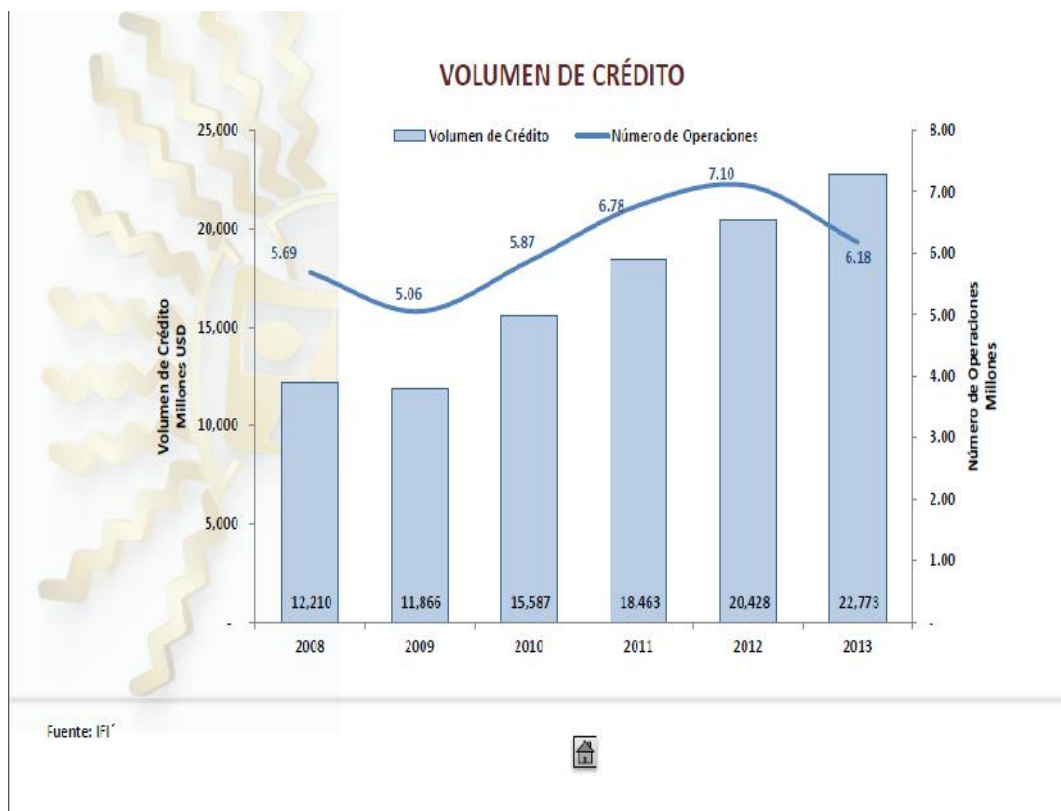
Gráfico No.1.18



Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955, Enero-2015
 Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

En lo que respecta al volumen de créditos, este demuestra también un ascenso entre el 2008 al 2013, con crecimiento promedio de 6,11% en el período, conforme se muestra a continuación en el gráfico No.1.19

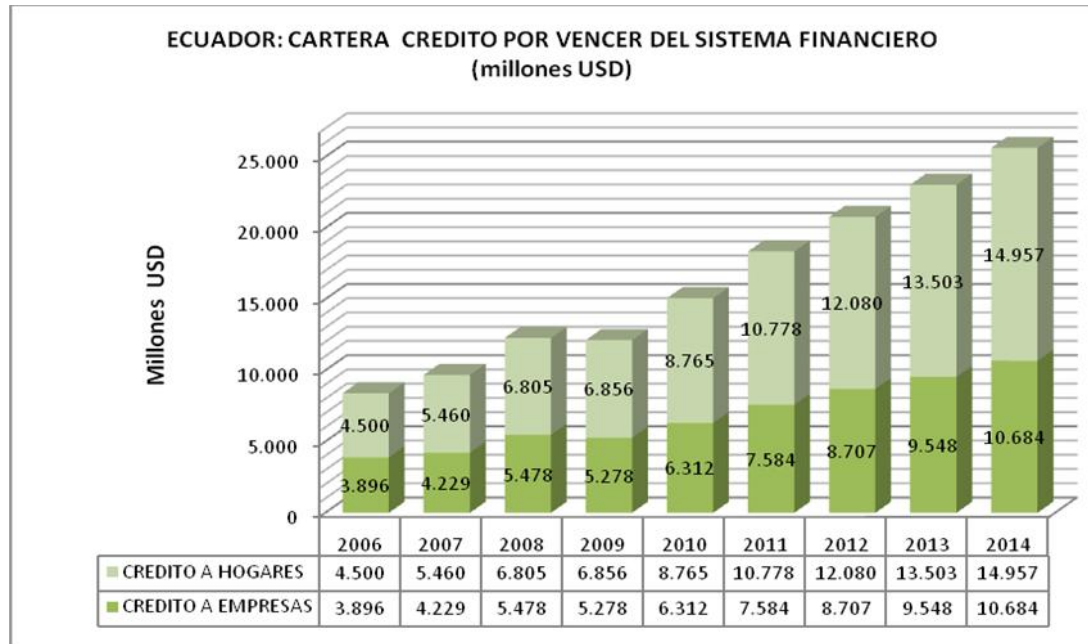
Gráfico No.1.19: ECUADOR: VOLÚMEN DE CRÉDITO



Fuente: Banco Central del Ecuador, Estadísticas Macroeconómica, Enero-2015
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Por otro lado, según gráfico presentado líneas abajo, se observa que la cartera de crédito, medido por los créditos por vencer, otorgados por el sistema financiero, en el período 2006–2014, también registra un crecimiento significativo de 8,4 a 25,6 millardos US\$, . En el período los hogares son los mayores demandantes de crédito, con 57,6% de promedio anual

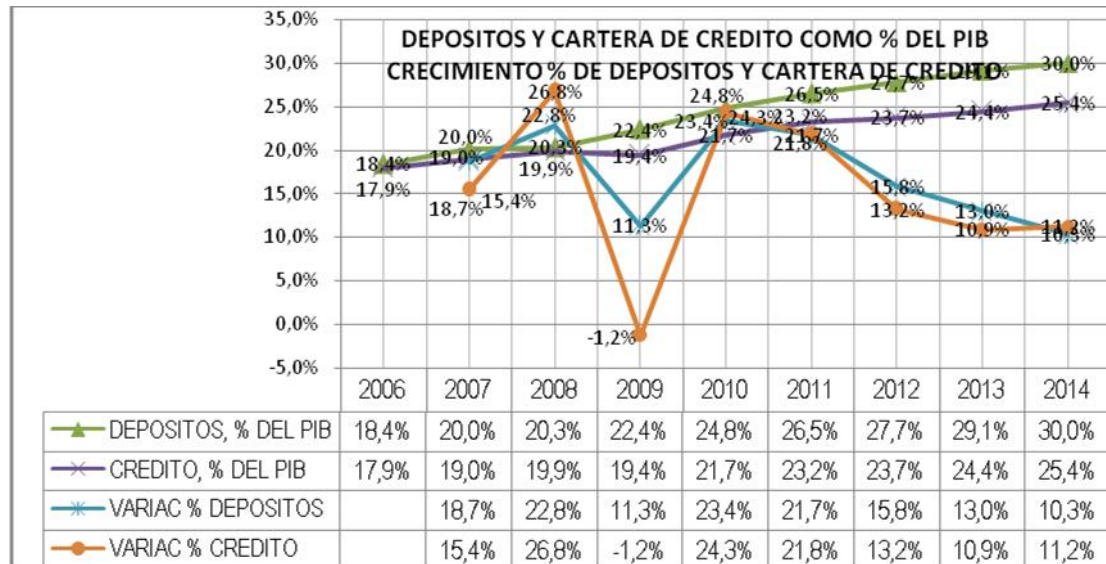
Gráfico No.1.20



Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955, Enero-2015
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

El gráfico, que se muestra a continuación compara el comportamiento de las variables depósitos y créditos, en el período 2006 – 2014

Gráfico No. 1.21



Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán
Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Mensual 1955, Enero-2015

Se observa que la tasa de crecimiento de los créditos registra una tasa de crecimiento promedio de 15,3%, inferior a la de los depósitos, que registran 17,3% de incremento.

AMBIENTE ECONOMICO PARA ECUADOR.-

Cuando se menciona el caso de Ecuador, resulta casi imposible no vincularlo a su dependencia petrolera. **“El Grafico 1,22 expone el comportamiento del precio del petróleo ecuatoriano, dese el 2000 al 2014” (UNIVERSO, 2015),** que muestra un precio superior a US\$ 50 el barril, desde el 2006 en adelante, que para muchos analistas consideran como el segundo boom petrolero y que conduce a la interrogante, de hasta qué punto se aprovechó dicha bonanza. Al respecto el 7 de Noviembre del 2014, el Economista Correa indicó lo siguiente: **“Hemos aprovechado bien el elevado precio del petróleo (...), hemos aprovechado hasta el último centavo del boom petrolero”** (UNIVERSO, 2015).

Si lo indicado por el Presidente es correcto, las interrogantes serían:
¿Ahora qué haremos? ¿Reducir el programa de inversiones? ¿crear más impuestos? ¿cortar subsidios?

Grafico No.1.22



FUENTE.- EL UNIVERSO 2015
 Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

El gobierno del Presidente Correa, parte desde el año 2007, y según el cuadro que nos precede la bonanza petrolera estaría dada especialmente, con precios de alrededor de US\$ 100 por barril, esto es para los años 2011 al 2013, ya que a finales del 2014, el precio empezó a caer, dando muestras de los problemas estaban por empezar. Atendiendo, a lo que el Presidente Correa indica, sobre el aprovechamiento de la bonanza petrolera, se exponen cifras que apuntan a una revolución social que ha vivido el Ecuador, sobre todo en las áreas de salud y educación.

Se consignan cifras importantes, como la seguridad social que mejore su cobertura desde el 2007 con un 26% al 2013 con 43%, lo que significan que más de un millón de personas disfruten de dicha seguridad. En el orden de otros temas como la tasa de mortalidad, esta se reduce desde un 7.8% en el 2001 a un 0.06% en el 2012

En lo que respecta a educación, también se consiguen cifras importantes en todos los niveles. Para citar algunos, en tipos de etnias entre las que se mencionan: Afroecuatoriano, mestizo e indios, la tasa de matriculación para la educación básica llega al nivel del 96% en el 2013. En el nivel de educación superior se crean 4 Universidades: Yachay, Ikiam, Unae y la Universidad de las artes, lo que significa una inversión de 1.000 millones de dólares y se promueve un escenario de becas e investigaciones.

Sin embargo se debe recordar, que todo lo alcanzado se lo realiza en un escenario de bonanza petrolera, lo que ha significado costo de oportunidad para Ecuador, del crecimiento del aparato estatal que ahora contiene 27 ministerios y compromete el 38,5% del presente presupuesto

Ante el panorama poco alentador de la caída del precio del petróleo, el gobierno, también ha indicado que el déficit se encuentra **debidamente financiado** (UNIVERSO, 2015). Pero es importante considerar que para

esto el Presidente tuvo que viajar a China y conseguir US\$ 7.526 millones en crédito, de los cuales solo vendrán al Ecuador US\$ 4.000 mil millones. Sin embargo atendiendo a las explicaciones del ex ministro Fausto Ortiz, realmente de esa cantidad, solamente US\$1.500 millones se podrán utilizar libremente y cubrirían la necesidad de financiamiento que tiene el Ecuador y entre las cuales se cuentan incluso importantes vencimientos de deuda del 2015, por lo que dicho financiamiento es equivalente a la nueva deuda. (UNIVERSO, 2015)

En consecuencia, ante un periodo de NO bonanza petrolera, esto es ante un cambio de paradigma, con las nuevas condiciones macro, el gobierno del Presidente Correa, está sometido a un gran desafío.

En cuanto a la otra variable que se analiza, **el ahorro**, se espera que aunque pueda ser poco el excedente que las familias obtengan de sus rentas se le oriente a un mejor manejo con las negociaciones que plantea el escenario bursátil.

En un trabajo presentado por el INEC sobre ingresos y gastos de los ecuatorianos, (INEC, 2015), realizada a 39.617 hogares urbanos y rurales en las 24 provincias del país entre abril del 2011 y marzo 2012, muestra la estructura de los ingresos y gastos de los ecuatorianos, así como su ahorro o endeudamiento. Según la encuesta, **el 58,8% de la población ecuatoriana tiene capacidad de ahorro**, mientras el 41,1% registra mayores gastos que ingresos. Esto demuestra el mercado potencial, que podría canalizarse hacia la participación de transacciones en el mercado bursátil.

En el aspecto monetario, también existe escepticismo. Así el Eco. Cesar Robalino, Presidente de la Asociación de Bancos Privados del Ecuador, es poco optimista, prevé que para el 2015, un año con muchas incertidumbres, no existirá crecimiento, si no que este desacelera el nivel

de expansión, alrededor de un 4%, frente al crecimiento que tuvo el 2014, del 12% (ROBALINO, 2015)^o

CAPITULO No.2

GENERALIDADES DEL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR

2.1 ANTECEDENTES DEL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR.-

La historia de la Bolsa en nuestro país (BVG, 2015), data desde el primer intento de creación de una bolsa que se dio en Guayaquil en 1847, seguido de una tendencia de la época mundial, así como un boom internacional por la bolsa de Londres, sin embargo como se menciona en el capítulo anterior, solamente se presentó como una mera intención porque esta Bolsa tuvo una vida muy corta.

En 1873 motivada por otro boom, el de las exportaciones de cacao, se crea la Bolsa Mercantil de Guayaquil y se ubicó en lo que hoy es el Malecón 2.000, muy cerca de la Gobernación, la misma que también cierra después sus puertas, a inicios de siglo 20, principalmente por la inestabilidad política y económica, que nuestro país vivió en los días de la Revolución Liberal.

Esta fue una bolsa muy dinámica, en la que cotizaban alrededor de 20 empresas. Entre las empresas cotizantes se encontraban los principales bancos de ese entonces: Banco de Crédito Hipotecario, Banco del Ecuador, Banco Comercial Agrícola, entre otros.

Pasaron más de 30 años, en 1935 se estableció en Guayaquil la denominada; Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C., con una efímera existencia desde mayo de 1935 a junio de 1936, que cerró debida a la escasa oferta de títulos valores, la baja capacidad de ahorro del país en ese entonces y la falta de educación del público en este tipo de inversiones financieras.

En Agosto 11 de 1964 se expide la Ley, que permite la creación en 1965, de la Comisión de Valores - Corporación Financiera Nacional (CV-CFN), que sustituye a la Comisión Nacional de Valores, creada en Mayo de 1953. La orientación inicial que tuvo la nueva entidad fue básicamente la concesión de crédito para el desarrollo industrial, ya que la promoción y creación de Bolsas de Valores, era solo una más de sus múltiples actividades.

No obstante, en Julio de 1969, por iniciativa de la Comisión de Valores - Corporación Financiera Nacional, se promueve la apertura de las Bolsas de Valores de Guayaquil (BVG) y de Quito (BVQ), regida por la Ley de Compañías y bajo el Control de la Superintendencia de Compañías. Generándose la primera rueda, en la BVG, el 31 de agosto de 1970. Al finalizar el año, las negociaciones habían acumulado un total de USD\$ 956m.

Durante los primeros años, la participación del Estado y sus dependencias fue predominante en las operaciones bursátiles, debido a que en 1976 se estableció la obligatoriedad de que los papeles del Estado tenían que negociarse exclusivamente a través de Bolsa. Entre los títulos más negociados durante esa época se encontraban las Cédulas Hipotecarias, Bonos del Estado, Certificados de Abono Tributario, Bonos de Estabilización Monetaria, Notas de Créditos y Avals Bancarios. Hacia fines de la década de los 70, en 1979, se terminó con un volumen de negociación anual de USD\$ 165,9 Millones.

La década siguiente, de los 80 fue particularmente difícil, transición de poder, fenómeno del Niño, crisis financiera internacional, alto endeudamiento externo y posterior sacralización de la deuda. La década termina con un monto anual de USD\$ 18,2 Millones

La década del 90 significa un referente histórico, en Mayo de 1993 se expide la primera Ley de Mercado de Valores, su principal aporte fue la constitución de las Casas de Valores en lugar de los agentes de bolsa, Administradoras de fondos, del Depósito Centralizado de Valores (DECEVALE), y la transformación de las bolsas de valores de compañías anónimas a corporaciones civiles sin fines de lucro; la nueva ley también permite negociar emisiones de deuda corporativa, con lo que el mercado repunta en 1993 y 1994. En estos años, gracias al reciente marco legal adquirido, se da un giro a la estructura de negociaciones, las operaciones en renta variable (compra – venta de acciones), que hasta 1989 significaban menos del 1%, pasan en esos períodos a representar el 70% del total negociado.

En 1995 suceden una serie de acontecimientos que afectan el desarrollo del mercado de valores: secuelas de la crisis internacional, entorno macroeconómico, guerra con Perú, etc., como consecuencia de esta situación, las operaciones se inclinan nuevamente al mercado de renta fija (77% del total).

En Septiembre de 1998 se expide una nueva Ley de Mercado de Valores, creándose el Consejo Nacional de Valores (CNV), nuevo ente regulador de la actividad bursátil, presidido por el Superintendente de Compañías. La nueva ley incorpora figuras como los inversionistas institucionales, el fideicomiso y la titularización.

No obstante, este nuevo marco legal, las transacciones en bolsa no crecieron significativamente, la causa fue, la gran crisis financiera y económica que vivió nuestro país en el año 1999, en que se produjo el congelamiento bancario, el cierre de importantes bancos, la inflación más alta de la década, devaluación cambiaria, que derivó en enero del

2000, con el anuncio de la dolarización del país y posterior repercusión política con el derrocamiento del entonces Presidente del Ecuador, Dr. Jamil Mahuad. El esquema de dolarización entró en vigencia el 9 de marzo del 2000 y el 9 de Septiembre el Sucre dejó de existir como medio de pago en todo el territorio Nacional.

Es recién, en el año 2002, que las negociaciones en bolsa se restablecen, bajo el nuevo marco, se da el primer proceso de titularización, por US\$ 8.000.000. A partir de entonces, el Ecuador ha logrado estabilidad macroeconómica, lo cual ha favorecido durante los últimos años la toma de decisiones en el ámbito empresarial, reactivándose poco a poco los proyectos y por ende las necesidades de financiamiento.

A partir de entonces, los montos de emisiones en deuda corporativa (obligaciones, papel comercial y titularizaciones), se han incrementado año a año. En el periodo 2001 - 2006, los montos negociados, para este tipo de papel, aumentaron significativamente, pasando de USD\$ 17,5 Millones a US\$ 926,7 Millones. En lo referente al monto de negociaciones anuales globales, también se observa un significativo repunte en el periodo, ascendiendo de 862,5 Millones de dólares (año 2001) a 2.287 Millones de dólares al finalizar el 2006.

Del 2007 al 2013, las negociaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil, BVG, han registrado altibajos, así en los años 2012 y 2013, se transaron US\$ 2.035 Millones y US\$ 2.507 Millones, respectivamente.

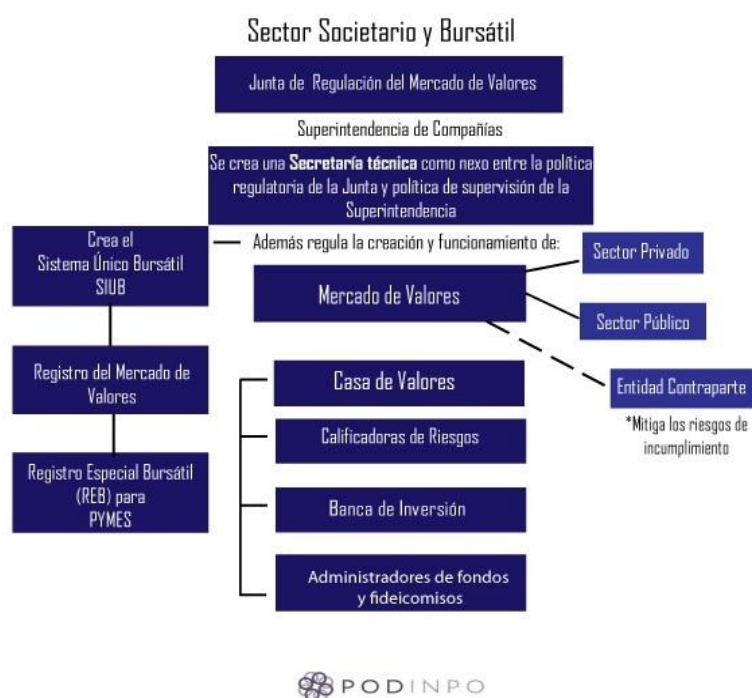
En el 2014, el Ecuador volvió a los mercados internacionales de deuda, con una emisión de US\$ 2.000 Millones, que colocó exitosamente, esto abona a la credibilidad del país y del Gobierno presidido por el Eco. Rafael Correa

2.2 PRINCIPALES INSTITUCIONES Y ACTORES DEL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR

2.2.1 Instituciones Rectoras y/o Controladoras

La Nueva Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (LOFOSSB), publicada en el Suplemento del Registro Oficial N° 249, del 20 Mayo de 2014, (Nacional, Asamblea, 2014), modifica entre otras leyes, a la Ley del Mercado de Valores, creando la Junta de Regulación del Mercado de Valores, como órgano máximo regulador. También crea la Secretaría Técnica, según se observa en grafico, obtenido del sitio web, www.poderes.com.ec/2014 (poderes, 2014)

Gráfico No.2.1



FUENTE: www.poderes.com.ec/2014
ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

La Junta de Regulación del Mercado de Valores

La Junta de Regulación del Mercado de Valores, JRMV, que reemplaza al Consejo Nacional de Valores, CNV, (Nacional, Asamblea, 2014), es un organismo de derecho, perteneciente a la Función Ejecutiva, creado para establecer la política pública del mercado de valores y dictar las normas para el control y funcionamiento del mercado de valores en concordancia con lo establecido en la constitución de la República del Ecuador y con los principios y finalidades establecidos en la ley. La JRMV está integrada por tres miembros de la función ejecutiva:

1. El ministro encargado de la Política Económica, o su delegado, quien la presidirá
2. El ministro encargado de la Política de Producción o su delegado y
3. Un delegado de la Presidencia de la República

El Superintendente de Compañía y Valores, el Superintendente de Bancos y Seguros y el Superintendente del Sistema Financiero Popular y Solidario serán parte de la JRMV con voz informante, pero sin voto.

La JRMV sesionara obligatoriamente de manera ordinaria una vez al mes o cuando lo convoque su presidente o su subrogante. Si un miembro de la JRMV, su cónyuge o conviviente en unión de hecho, sus parientes en cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad o sus socios o participes de compañías o empresas vinculadas tuviesen interés en la discusión o decisión de determinado asunto, dicho miembro no podrá participar en tal discusión o decisión y deberá retirarse de dicha sesión.

La Superintendencia de Compañías y de Valores

La Superintendencia de Compañías y de Valores, es la encargada de ejecutar las políticas dispuestas por JRMV y regular las actividades

llevadas a cabo dentro del Mercado de Valores. Ejercerá las funciones de vigilancia, auditoría, intervención y control del mercado de valores con el propósito de que las actividades de este mercado se sujeten al ordenamiento jurídico y atiendan al interés público, en general.

La Secretaría Técnica

Mediante la nueva ley, se crea la Secretaría Técnica, la cual cumplirá con las funciones de Secretaría de la Junta de Regulación del mercado de valores, las demás actividades y funcionamiento de la Secretaria Técnica se determinan a través de la regulación, que para efectos dicte la Superintendencia de Compañía y Valores.

El Secretario Técnico, será nombrado por la Superintendencia de Compañía y Valores, será libre de nombramiento y remoción. Para ser nombrado Secretario Técnico deberá cumplir con los siguientes requisitos:

- Ser ecuatoriano o ecuatoriana y encontrarse en ejercicios de sus derechos políticos.
- Tener título universitario de cuarto nivel en materia bursátil o afine y experiencia de por lo menos 5 años en ejercicio de su profesión.
- No encontrarse incurso de ninguna de las inhabilidades o prohibiciones establecidas en dicha ley para los miembros de la JRMV.

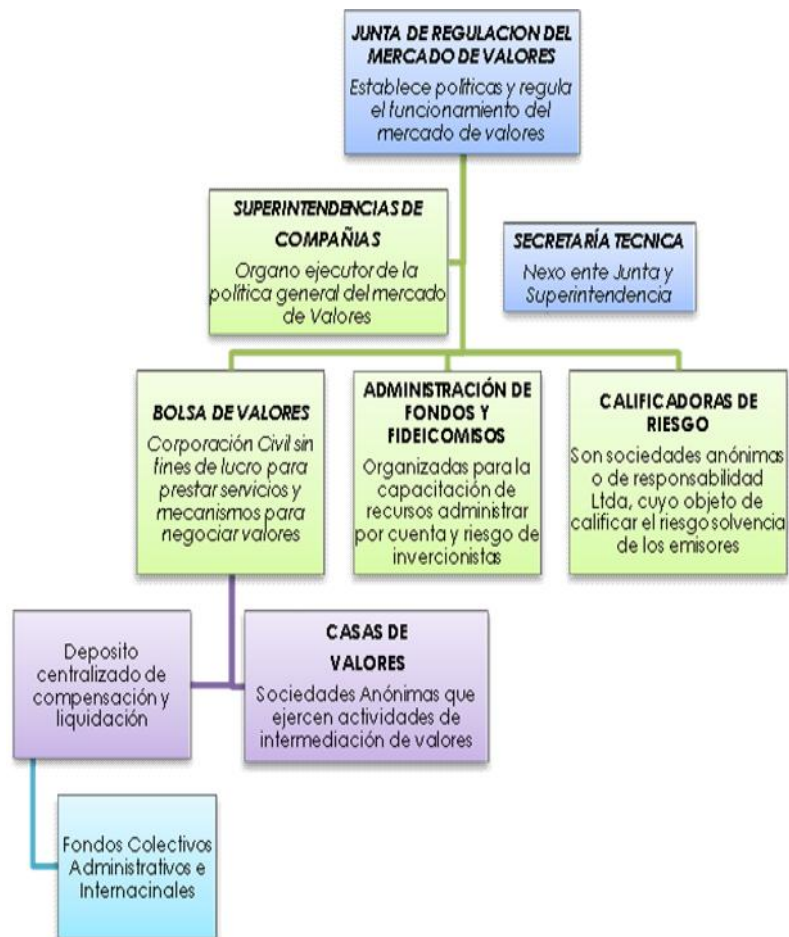
2.2.2 Instituciones de apoyo y servicios al Mercado de Valores

El Mercado de Valores es una herramienta que permite la movilización de recursos desde los ahorristas hacia las actividades productivas, mediante la compra/venta de títulos valores, beneficiando principalmente a los inversionistas que participen en ese mercado. Para poder desarrollar su actividad se requieren de otros actores, que brinden apoyo o servicio a las

actividades que se ejecutan en dicho mercado. De acuerdo con el marco normativo vigente,¹ las instituciones de apoyo y servicios al Mercado de Valores en el Ecuador son las siguientes:

- Bolsas de Valores.
- Casas de Valores.
- Calificadoras de Riesgo.
- Administradoras de Fondos y Fideicomisos.
- Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores.
- Emisores de Valores.

Gráfico No.2.2: Ecuador: Organigrama del Mercado de Valores



FUENTE: ADVFINSA, Casa de Valores
ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

¹ LOFFOSSB y LMV

Bolsa de Valores

La Nueva Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, indica que las Bolsas de Valores son sociedades anónimas, esto implica una modificación, ya que antes eran Corporaciones Civiles, sin fines de lucro. Su objeto social único debe ser brindar los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores, podrán realizar las demás actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores, las mismas que serán previamente autorizadas por la JRMV, mediante norma de carácter general.

Las Bolsas de Valores deben constituirse y obtener la autorización de funcionamiento ante la Superintendencia de Compañías y Valores, observando los requisitos y procedimientos determinados en las normas que emita la JRMV, que contemplan criterios de capital mínimo, objeto exclusivo y sistemas tecnológicos. Actualmente, en Ecuador existen dos Bolsas de Valores: La Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) y la Bolsa de Valores de Quito (BVQ).

Casas de Valores

Casa de Valores, es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, cuyo objeto social único es la realización de las actividades previstas en la Ley. El capital mínimo lo establece la JRMV, en función de su objeto social, las actividades autorizadas y las condiciones del mercado, el cual debe suscribirse y pagarse en numerario en su totalidad.

Las Casas de Valores negocian en el mercado de valores a través de operadores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, quienes actúan bajo responsabilidad solidaria con sus respectivas casas. Los representantes legales, dependientes y operadores de una Casa de Valores no podrán serlo simultáneamente de otra Casa de Valores.

Las Casas de Valores pueden suscribir contratos con Inversionistas Institucionales, para que bajo el amparo y responsabilidad de éstas, puedan realizar operaciones directas en bolsa. La JRMV expedirá las normas especiales para estos contratos.

La nueva Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, indica que las Casas de Valores también pueden ejercer la actividad de Banca de Inversión, previa autorización de la Superintendencia de Compañías y Valores

A este respecto conviene aclarar, que una Casa de Valores y un banco comercial actúan en diferentes mercados. La Casa de Valores participa en los mercados desintermediación financiera, mientras que el banco comercial lo hace en el de intermediación financiera. Cuando una persona invierte a través de una Casa de Valores, lo hace para comprar un título que genera una rentabilidad, mientras que si acude al banco, lo que hace es efectuar un depósito por el cual recibe intereses. Es decir, en el primer caso la persona se convierte en un tenedor de títulos, mientras que en el segundo es un depositante del banco.

Calificadoras de Riesgo

Las Calificadoras de Riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías y Valores, que tienen por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores. Estas sociedades

podrán efectuar, además, las actividades complementarias con su objeto principal.

Las Calificadoras de Riesgo se constituyen con un capital suscrito y pagado en su totalidad en numerario, cuyo monto es fijado por la JRMV, la que además determinará las normas de solvencia, exigencia y controles que deberán observar estas sociedades. El incumplimiento de estas disposiciones reglamentarias será comunicado por las Calificadoras de Riesgo a la Superintendencia de Compañías y Valores, dentro del término de cinco días de ocurrido el hecho y, deberá ser subsanado en el plazo y la forma que determine dicho organismo de control.

Las Administradoras de Fondos y Fideicomisos (AF)

Las compañías Administradoras de Fondos y Fideicomisos (AF), son sociedades anónimas cuyo objetivo primordial es administrar fondos de inversión y fideicomisos. Estas empresas juntan los recursos de varias personas, forman con éstos un patrimonio común que es invertido en determinados documentos o activos según los propósitos de cada fondo.

El objeto social de las Administradoras de Fondos y Fideicomisos está limitado a:

- a) Administrar fondos de inversión.
- b) Administrar negocios fiduciarios, definidos en la ley.
- c) Actuar como emisores de procesos de titularización, y
- d) Representar fondos internacionales de inversión.

Para ejercer la actividad de administradora de negocios fiduciarios y actuar como emisora en procesos de titularización, deben sujetarse a las disposiciones relativas al fideicomiso mercantil y titularización que constan en la ley.

Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores

Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores son las instituciones públicas o las compañías anónimas, autorizadas por la Superintendencia de Compañías y Valores, 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; y operar como cámara de compensación de valores.

En el caso de compañías anónimas, el capital mínimo es fijado por la JRMV, en función de su objeto social, las actividades autorizadas y las condiciones del mercado, el cual deberá ser suscrito y pagado en numerario en su totalidad.

Inversionistas institucionales.-

La ley también identifica a los inversionistas institucionales, denominando así, a las instituciones del sistema financiero públicas o privadas, a las mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, a las cooperativas de ahorro y crédito que realicen intermediación financiera con el público, a las compañías de seguros y reaseguros, a las corporaciones de garantía y retrogarantía, a las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos y, toda otra persona jurídica y entidades que la JRMV señale como tal, mediante norma de carácter general, en atención a que el giro principal de aquéllas sea la realización de inversiones en valores u otros bienes y que el volumen de las transacciones u otras características permita calificar de significativa su participación en el mercado.

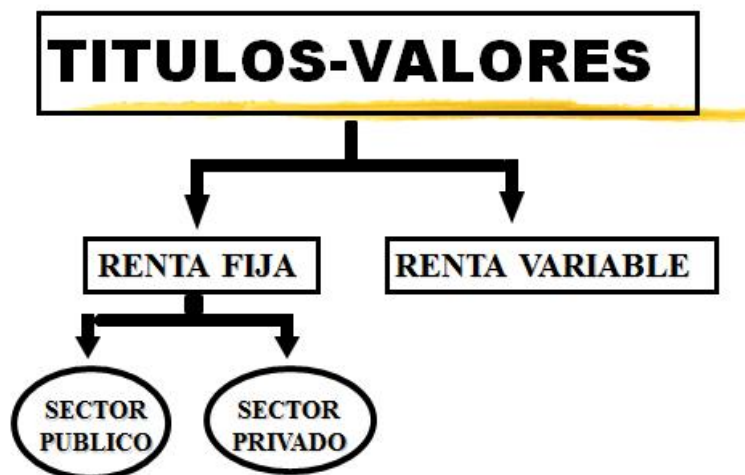
Los inversionistas institucionales operarán en el mercado bursátil por intermedio de Casas de Valores.

2.3 PRINCIPALES, PRODUCTOS QUE SE NEGOCIAN EN EL MERCADO BURSÁTIL DEL ECUADOR

En la Bolsa se compran y venden acciones de las empresas, así como también se negocian otros activos financieros (obligaciones, derechos de suscripción y deuda). Las empresas deciden emitir y/o vender uno u otro producto en función de sus necesidades y de los compromisos que estén dispuestas a asumir, buscando una vía de financiación con el dinero de los ahorradores.

Según el tipo de valor, el título puede representar un crédito a favor de su poseedor y por lo tanto significar una deuda a cargo de quien lo haya emitido. Puede también constituir un reconocimiento de participación patrimonial en la entidad emisora.

Gráfico No.2.3: Ecuador: Tipos de Títulos en el Mercado de Valores



FUENTE: ADVFINSA, Casa de Valores
ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

2.3.1 VALORES DE RENTA VARIABLE

Son aquellos que no tienen un vencimiento determinado y cuyo rendimiento, en forma de dividendos o ganancias de capital, variará según los resultados financieros del emisor. Tanto en el mercado primario como en el secundario los valores de renta variable inscritos en las bolsas de valores deben comprarse y venderse únicamente en el mercado bursátil, a través de intermediarios de valores autorizados.

Las transferencias de acciones inscritas en el Registro del Mercado de Valores originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones, liquidaciones de sociedades conyugales o uniones de hecho; aportes y restituciones a fideicomisos mercantiles, en los que el constituyente sea el mismo beneficiario; aportes de capital en acciones en virtud de constitución de compañías o del derecho de preferencia; y la suscripción de acciones y obligaciones convertibles en acciones por los accionistas en ejercicio del derecho preferente y otras que determine la JRMV, no se realizarán por las Bolsas de Valores ni por el Registro Especial Bursátil.

Clases de Títulos de Renta Variable:

Acción: son las partes o fracciones iguales en que se divide el capital de una compañía, así como al título que representa la participación en el capital suscrito. Por eso, al ser representativas de un valor, deberán expresarse en una cantidad de dinero. Al constituir una compañía anónima o aumentar su capital social, los socios entregaran sus aportes y recibirán las acciones.

Rentabilidad las acciones: El rendimiento de una acción depende del resultado del balance anual de una compañía, siendo repartible

únicamente el beneficio líquido y efectivamente percibido. En consecuencia, las acciones no pueden garantizar un rendimiento fijo. El beneficio que proporcionan las acciones es variable, este beneficio que recibe el accionista se llama “**Dividendo**” y puede ser de dos clases: Dividendo efectivo y Dividendo acción (Capitalización), ocurre cuando la empresa decide capitalizar

Cuotas de Participación: Representan los aportes realizados por los constituyentes de un fondo colectivo, y que son valores negociables en el mercado y requieren de una calificación de riesgo.

2.3.2 VALORES DE RENTA FIJA

Son aquellos cuyo rendimiento no depende de los resultados de la compañía emisora, sino que está predeterminado en el momento de la emisión y es aceptado por las partes. El emisor debe colocar los valores de renta fija en el mercado bursátil, a través de una casa de valores o un operador autorizado, salvo los casos de excepción previstos en la ley.

Rentabilidad en renta fija: La rentabilidad viene dada por lo siguiente:

- El valor de los intereses ganados o por ganar, en función de la tasa establecida en la emisión y el plazo correspondiente.
- El valor del descuento o premio que se obtenga en el precio de negociación en el mercado.

El pago periódico de los intereses y de capital en algunos valores de renta fija, se hace mediante “**cupones**”, que son valores desprendibles emitidos de forma conjunta con los valores principales, reconocen dicho pago, en una fecha determinada y la suma de dinero que corresponde al monto de intereses devengados en un periodo establecido. Estos

cupones pueden negociarse junto con el valor principal o en forma independiente, según la necesidad y conveniencia del tenedor.

Para otros valores que no tienen cupones, el pago se realiza al vencimiento del plazo, junto con el capital, se los denomina “**valores cero cupón**”.

Valores de corto plazo: Son valores cuyo plazo de vigencia es hasta de 360 días, devengan una tasa de interés. Los principales son: Pólizas de Acumulación, Certificados de Depósito, Certificados de Tesorería del Estado, Certificados de Inversión, Papel Comercial y Pagarés.

Valores de corto plazo con descuento: Son valores cuyo plazo de vigencia es hasta de 360 días, no devengan interés, por lo que su rendimiento se determina por el descuento en el precio de compra – venta. Los principales son: Cupones, Letras de Cambio, Cartas de Crédito Domestica y Aceptaciones Bancarias

Valores de largo plazo: Son valores de deuda, cuyo plazo de vigencia total es mayor a 360 días y devengan una tasa de interés. Los principales son: Bonos del Estado, Obligaciones emitidas por empresas privadas, Valores de Titularización, Cédulas Hipotecarias

Otros valores: *Notas de Crédito*, son valores emitidos el Servicio de Rentas Internas, que sirven para pagar impuestos o tributos, es decir en operaciones de crédito tributario. No tienen un plazo de vencimiento ni devengan interés, son negociados en bolsa en base a precio.

2.4 MARCO JURÍDICO DEL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR.-

2.4.1 ANTECEDENTES LEGALES

2.4.1.1 Evolución de la Normativa Legal

La primera ley de Mercado de Valores que tuvo el país fue promulgada el 28 de Mayo del 1993. Dicha ley fue sustituida por otra, emitida el 23 de Julio de 1998.

En febrero del 2006 fue publicada la codificación de la ley del mercado de valores, actualmente vigente, pero con modificaciones establecidas en la ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil²

La Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, tiene por objetivo crear un marco adecuado en beneficio del sector productivo del país, no solo para los grandes inversionistas, sino también para los sectores económicos como las micros y pequeñas empresas. Reforma nueve leyes relativas al mercado de valores, con un cambio del esquema actual, a fin de desarrollarlo de manera íntegra y cumplir con los preceptos constitucionales orientados a la adecuada distribución del ingreso y de la riqueza nacional, para propiciar el intercambio justo y complementario de bienes y servicios en mercados transparentes y eficientes. Además, se simplifica y optimiza la racionalización de las tramitaciones que realizan las personas ante la administración pública.

² LOFFOSB, publicada en el Suplemento del Registro Oficial N° 249, del 20 Mayo de 2014

Las leyes que se reforman son la de Mercado de Valores, Código de Comercio, de Compañías, General de Instituciones del Sistema Financiero, Código de Procedimiento Civil, Ley Notarial, Ley de Registro, Ley de Régimen Tributario Interno, reformatoria a la Ley para la Equidad Tributaria en el Ecuador.

2.4.1.2 Reformas a la Ley de Mercado de Valores

Entre las principales modificaciones introducidas a este Ley, están las siguientes:

- Se crea la Junta de Regulación del Mercado de Valores JRMV, con tres miembros dependientes del Ejecutivo, esta Junta reemplaza al Consejo Nacional de Valores CNV.
- Se crea una Secretaría Técnica, que al parecer reemplaza a la Intendencia de Mercado de Valores.
- La Superintendencia de Compañías se denominará Superintendencia de Compañías y Valores.
- Se puntualiza la potestad de regular a los actores del mercado y calificar la información reservada.
- Los valores que se emitan para someterlos a un proceso de oferta pública deben ser desmaterializados, antes podían ser físicos o encartonados
- Se incorpora la figura de Oferta Pública de Adquisición (OPA).
- Las Bolsas de valores actualmente constituidas en el país podrán seguir funcionando, pero deberán transformarse de Corporaciones Civiles, sin fines de lucro, a sociedades anónimas
- Se creará la Bolsa de Valores Pública, si la JRMV considera que las privadas no cumplen con la ley.
- Se crea el Registro Especial Bursátil, REB, como un segmento permanente del mercado bursátil en el cual se negociarán únicamente valores de pequeñas y/o medianas empresas, así como de las organizaciones de la economía popular y solidaria

- Se crea el Sistema Único Bursátil, SUB, que tiene por objeto, permitir a través de una plataforma informática la negociación de valores e instrumentos financieros inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores, incluso aquellos que se negocien en el REB.
- Se crea la Banca de Inversión: Actividad que solo podrán realizar las Casas de Valores, previa autorización de la Superintendencia de Compañías y Valores; y el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social. Entidades que podrán actuar como estructurador, impulsador y promotor de procesos de emisión de valores, negociables en el mercado de valores, para obtener financiamiento de proyectos de inversión, tanto públicos como privados.
- La calificadora de riesgo no podrá ser contratada por más de tres años consecutivos, antes no tenían límite.
- El auditor externo no podrá ser contratado por más de tres años consecutivos, antes no tenían límite.
- Las comisiones serán reguladas por la JRMV, antes eran acordadas libremente por los contratantes.

2.4.2 MARCO JURÍDICO VIGENTE

A efectos de complementar lo expuesto en los subcapítulos previos, líneas abajo se exponen partes fundamentales, extraídas de la ley de Mercado de Valores, que es el marco jurídico que rige el Mercado Bursátil del Ecuador, que incluye las modificaciones introducidas por la ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil.³

³ Se utiliza codificación, que incluye ambas leyes, preparada por la BVQ, Bolsa de Valores de Quito

Objeto y ámbito de la ley de Mercado de Valores ⁴

La ley tiene por objeto contar con un marco de referencia, para promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna.

Son sujetos de aplicación de la ley, la Junta de Regulación del Mercado de Valores JRMV y la Superintendencia de Compañías, como organismos regulador y de control, respectivamente y el ámbito de su acción abarca el mercado de valores en sus segmentos bursátil y extrabursátil, las bolsas de valores, las asociaciones gremiales, las casas de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, las calificadoras de riesgo, los emisores, las auditoras externas y demás participes que actúan en el Mercado de Valores.

Principios Rectores del Mercado de Valores ⁵(después de Art 1)

La actuación de la JRMV, de la Superintendencia de Compañías y Valores, y de los otros participantes se orientará principalmente por los siguientes principios rectores del mercado de valores:

- La fe pública.
- Protección del inversionista.
- Transparencia y publicidad.
- Información simétrica, clara, veraz, completa y oportuna.
- La libre competencia.
- Tratamiento igualitario a los participantes del mercado de valores.
- La aplicación de buenas prácticas corporativas.
- Respeto y fortalecimiento de la potestad normativa de la JRMV.

⁴ Art 1 LMV, codificada por BVQ

⁵ Art. Innumerado, después de Art 1, LMV, codificada por BVQ

- Promover el financiamiento e inversión, así como su desarrollo

El Mercado de Valores: Bursátil, extrabursátil y la intermediación ⁶

El Mercado de Valores utiliza los mecanismos previstos en la ley para canalizar los recursos financieros hacia las actividades productivas, a través de la negociación de valores en los segmentos bursátil y extrabursátil.

Mercado bursátil es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, en las Bolsas de Valores y en el Registro Especial Bursátil (REB), realizadas por los intermediarios autorizados, de acuerdo con lo establecido en la ley.

Mercado extrabursátil es el mercado primario que se genera entre la institución financiera y el inversor sin la intervención de un intermediario de valores, con valores genéricos o de giro ordinario de su negocio, emitidos por instituciones financieras, inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores.

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.

⁶ Art 3 y 4, LMV, codificada por BVQ

Atribuciones de la Junta de Regulación del Mercado de Valores ⁷

Son atribuciones de la Junta de Regulación del Mercado de Valores principalmente las siguientes:

- 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.
- Expedir normas complementarias para la aplicación de la ley.
- Regular la creación y funcionamiento de las Casas de Valores, Calificadoras de Riesgos, Bolsas de Valores, Proveedora y Administradora del Sistema Único Bursátil SIUB, Depósitos de Compensación y Liquidación de Valores, Administradoras de Fondos y Fideicomisos, así como los servicios que éstas presten.
- Establecer los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia, control y prudencia financiera, para las entidades reguladas en la ley y acoger, para los emisores del sector financiero, aquellos parámetros determinados por la Junta Bancaria y la Superintendencia de Bancos y Seguros.
- Establecer normas de control y de constitución de resguardos para los emisores.
- Establecer las normas de carácter general para la administración, imposición y gradación de las sanciones, de conformidad con los criterios previstos en la ley y normas complementarias.
- Regular la oferta pública de valores y los procesos de titularización
- Expedir normas para que las entidades del sector privado y público no financiero, puedan intervenir en todos los procesos previstos en la ley.

⁷ Art 9, LMV, codificada por BVQ

- Regular las inscripciones en el Registro del Mercado de Valores.
- Establecer las reglas generales de la garantía de ejecución.
- Regular la forma de las convocatorias a asambleas de obligacionistas, de comités y demás órganos de vigilancia y decisión, previstos en la ley.
- Dictar las normas necesarias para la administración de riesgos de las entidades reguladas por la ley
- Establecer políticas generales para la supervisión y control del mercado.
- Determinar mediante norma, la información considerada como reservada.
- Autorizar las actividades conexas de Bolsas de Valores, Casas de Valores, Banca de Inversión, Administradoras de Fondos y Fideicomisos y, Calificadoras de Riesgo, necesarias para el desarrollo del mercado de valores.
- Normar en lo concerniente a actividades y operaciones del mercado de valores, los sistemas contables y de registro de operaciones y, otros aspectos de la actuación de los participantes en el mercado.
- Fijar anualmente las contribuciones que deben pagar las personas y los entes que intervengan en el mercado de valores.
- Establecer las normas que sean necesarias a fin de prevenir los casos de conflictos de interés y vinculación de los partícipes del mercado.
- Expedir normas de carácter general para los procesos de fiducia que lleven a cabo las entidades y organismos del sector.
- Velar por la observancia y cumplimiento de las normas que rigen el mercado de valores.

Atribuciones de la Superintendencia de Compañías y Valores ⁸

A efectos de la ley de Mercado Valores, la Superintendencia de Compañías y Valores ejercerá las funciones de vigilancia, auditoría, intervención y control del mercado de valores con el propósito de que las actividades de este mercado se sujeten al ordenamiento jurídico y atiendan al interés general, y tendrá principalmente las siguientes atribuciones:

- Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por la JRMV.
- Inspeccionar, en cualquier tiempo a las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el mercado de valores.
- Requerir o suministrar directa o indirectamente información pública.
- Conocer, Investigar y sancionar las infracciones a la ley, sus reglamentos y demás normas complementarias;
- Autorizar la realización de ofertas públicas de valores, así como suspender o cancelar ofertas públicas cuando se presentaren indicios de que la información proporcionada no refleja la situación financiera, patrimonial o económica de la empresa sujeta a su control.
- Autorizar el funcionamiento en el mercado de valores de: Bolsas de Valores, Proveedora y Administradora del Sistema Único Bursátil, Casas de Valores, Compañías Calificadoras de Riesgo, Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores, Administradoras de Fondos y Fideicomisos, Auditoras Externas y demás personas o entidades que actúen o intervengan en dicho mercado.
- Organizar y mantener el Registro del Mercado de Valores;
- Aprobar, modificar o suspender las normas de autorregulación expedidas por las Bolsas de Valores o las Asociaciones Gremiales.

⁸ Art 10, LMV, codificada por BVQ

- Aprobar el Reglamento Interno y el formato de contrato de incorporación de los fondos de inversión.
- Velar por la estabilidad, solidez y correcto funcionamiento de los entes sujetos a su control.
- Mantener un centro de información, con fines de difusión.
- Disponer la suspensión o cancelación de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores de las instituciones o valores sujetos la ley o sus normas complementarias.
- Brindar a las entidades del sector público no financiero la asesoría técnica que requieran para efectos de la aplicación de la ley;
- A fin de preservar el interés público, previa consulta con otros organismos públicos, podrá suspender temporalmente, hasta por siete días, las operaciones de mercado de valores, en caso de presentarse situaciones de emergencia.
- Entregar a autoridades nacionales o extranjeras información, incluida aquella sujeta a sigilo bursátil o bancario.
- Ejercer las demás atribuciones previstas en la ley y sus reglamentos, en base a las normas expedidas por la JRMV.
- Suscribir, de acuerdo con la ley, convenios de cooperación con otros organismos nacionales e internacionales.

Oferta Pública de Valores ⁹

Oferta pública de valores es la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos de éste, de acuerdo a las normas de carácter general que para el efecto dicte la JRMV, con el propósito de negociar valores en el mercado. Tal oferta puede ser primaria o secundaria.

Oferta pública primaria de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar, por primera vez, en el mercado, valores emitidos para tal fin.

⁹ Art 11, LMV, codificada por BVQ

Oferta pública secundaria de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar en el mercado, aquellos valores emitidos y colocados previamente.

Los valores que se emitan para someterlos a un proceso de oferta pública deben ser desmaterializados.

La Superintendencia de Compañías y Valores tendrá la atribución exclusiva para autorizar las ofertas públicas de valores y la aprobación del contenido del prospecto de las emisiones realizadas por emisores sujetos a su control.

En los procesos de oferta pública en los cuales el emisor sea una institución del sistema financiero o del sistema financiero popular y solidario, se requerirá previamente la resolución aprobatoria de la emisión, o el criterio positivo en el caso de titularizaciones, del respectivo órgano controlador.

Oferta Pública de Adquisición ¹⁰

Es la efectuada por una persona natural o jurídica, sola o en conjunto con otras personas, para adquirir acciones u obligaciones convertibles en acciones, de una compañía inscrita en bolsa, en condiciones que permitan a los adquirentes alcanzar la toma de su control, es decir la capacidad de dirigir las actividades de esa sociedad

Las personas naturales o jurídicas que efectúen ofertas públicas de adquisición de acciones quedarán sujetas, en relación con esas ofertas, a la vigilancia y control de la Superintendencia de Compañías y Valores.

¹⁰ Art. Innumerado, después de Art 11, LMV, codificada por BVQ

Registro del Mercado de Valores ¹¹

En la Superintendencia de Compañías y Valores funciona el Registro del Mercado de Valores, en el cual se inscriben la información pública respecto de los emisores, los valores y las demás instituciones reguladas por la ley. La inscripción en el Registro del Mercado de Valores, constituye requisito previo para participar en los mercados bursátil y extrabursátil.

La autorregulación ¹²

La autorregulación es la facultad que tienen las Bolsas de Valores y las Asociaciones Gremiales, debidamente reconocidos por la JRMV, para dictar sus reglamentos y demás normas internas, así como para ejercer el control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia.

La autorregulación debe contemplar al menos las normas de ética, disciplina, autocontrol, vigilancia, sanción y sanas costumbres constituidas por hechos uniformes, públicos y generalmente practicados. Las normas de autorregulación requieren la aprobación de la Superintendencia de Compañías y Valores.

REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL, REB, ¹³

Para desarrollar el mercado de valores y ampliar el número de emisores y valores que se negocien en el mercado bursátil, se crea el Registro Especial Bursátil REB, como un segmento permanente del mercado bursátil, en el cual se negociarán únicamente valores de las empresas

¹¹ Art 18, LMV, codificada por BVQ

¹² Art 43, LMV, codificada por BVQ

¹³ Art 51, LMV, codificada por BVQ

pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas y de las organizaciones de la economía popular y solidaria.

Los valores inscritos en el REB no podrán ser negociados en otros segmentos bursátiles, excepto aquellos valores que la Junta de Regulación del Mercado de Valores expresamente lo autorice, en atención a requerimientos de la política económica pública o la política pública del mercado de valores.

SISTEMA ÚNICO BURSÁTIL, SIUB ¹⁴

Creado con el fin de disponer de un mercado bursátil único en nuestro país, que sea ordenado, integrado, transparente, equitativo y competitivo, así como propender la aplicación de buenas prácticas corporativas entre las bolsas de valores; el cual tiene por objeto, permitir a través de una plataforma informática la negociación de valores e instrumentos financieros inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores, incluyendo aquellos que se negocien en el REB.

El SIUB, como sociedad anónima, debe obtener la autorización para su operación de la Superintendencia de Compañías y Valores. Su funcionamiento y organización es regulado por la JRMV.

BANCA DE INVERSIÓN ¹⁵

Es aquella actividad especializada orientada a la búsqueda de opciones de inversión y financiamiento a través del mercado de valores, efectuada por entes dedicados especialmente a esa actividad. Solamente podrán

¹⁴ Art. Innumerado, después de Art 51, LMV, codificada por BVQ

¹⁵ Art. Innumerado, después de Art 59, LMV, codificada por BVQ

realizar banca de inversión las Casas de Valores, previa autorización de la Superintendencia de Compañías y Valores; y el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social.

Principales Facultades de la Banca de Inversión

- Actuar como estructurador, impulsador y promotor de proyectos de inversión privados y públicos, incluyendo su financiamiento
- Estructurar procesos de emisión de valores negociables en el mercado de valores.
- Dar asesoría e información en materia de finanzas, valores, estructuración de portafolios de valores, fusiones, escisiones, adquisiciones, negociación de paquetes accionarios, compra y venta de empresas, y otras operaciones del mercado de valores.
- Explotar su tecnología, sus servicios de información y procesamiento de datos, en el ámbito relacionado con el mercado de valores.
- Efectuar valoraciones financieras de empresas o proyectos

Compensación y liquidación de Valores ¹⁶

Se denomina compensación de valores de las operaciones bursátiles al proceso mediante el cual los depósitos de valores, luego de recibir la información de las bolsas de valores, confirman a través de los depositantes directos la identidad de los titulares de las subcuentas, y su disponibilidad de valores y de fondos; y por liquidación al perfeccionamiento de la entrega de los fondos y valores a los depositantes directos y a los titulares de las subcuentas.

¹⁶ Art. Innumerado, después de Art 73, LMV, codificada por BVQ

Entidad de Contraparte Central ¹⁷

La ley identifica a la Entidad de Contraparte Central, que tendrá por objeto mitigar los riesgos de incumplimiento de las obligaciones de efectivo y de instrumentos financieros derivados que se negocien en el Mercado de Valores. Dicha entidad debe obtener autorización, para su funcionamiento, de la Superintendencia de Compañías y Valores, observando los requisitos y procedimientos determinados por la JRMV.

Fondos de inversión ¹⁸

Fondo de inversión es el patrimonio común, integrado por aportes de varios inversionistas, personas naturales o jurídicas y, las asociaciones de empleados legalmente reconocidas, para su inversión en los valores, bienes y demás activos que la ley permite, correspondiendo la gestión del mismo a una compañía administradora de fondos y fideicomisos.

En el caso de los fondos administrados, los aportes quedarán expresados en unidades de participación, de igual valor y características, teniendo el carácter de no negociables. Para el caso de los fondos colectivos, los aportes se expresarán en cuotas, que son valores negociables.

Clases de fondos ¹⁹

Los fondos de inversión, se clasifican en:

a) Fondos administrados son aquellos que admiten la incorporación, en cualquier momento de aportantes, así como el retiro de uno o varios, por lo que el monto del patrimonio y el valor de sus respectivas unidades es variable.

¹⁷ Art. Innumerado, después de Art 73, LMV, codificada por BVQ

¹⁸ Art 75, LMV, codificada por BVQ

¹⁹ Art 76, LMV, codificada por BVQ

b) Fondos colectivos son aquellos que tienen como finalidad invertir en valores de proyectos productivos específicos. El fondo estará constituido por los aportes hechos por los constituyentes dentro de un proceso de oferta pública, cuyas cuotas de participación no son rescatables.

c) Fondos cotizados: Son aquellos fondos que no podrán invertir en proyectos, sino exclusivamente en valores admitidos a cotización bursátil, sus cuotas constituyen valores negociables en el mercado de valores.

Contrato de Fideicomiso Mercantil ²⁰

Mediante el contrato de fideicomiso mercantil una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

El patrimonio autónomo, esto es el conjunto de derechos y obligaciones afectados a una finalidad y que se constituye como efecto jurídico del contrato, también se denomina Fideicomiso Mercantil. Cada patrimonio autónomo o Fideicomiso Mercantil, está dotado de personalidad jurídica, siendo el fiduciario su representante legal.

El Fideicomiso Mercantil debe otorgarse mediante escritura pública, tiene un plazo de vigencia o, puede subsistir hasta el cumplimiento de la finalidad prevista o de una condición. La duración del fideicomiso mercantil no podrá ser superior a ochenta años.

²⁰ Art 109, LMV, codificada por BVQ

Negocios Fiduciarios ²¹

Negocios fiduciarios son aquéllos actos de confianza en virtud de los cuales una persona entrega a otra uno o más bienes determinados, transfiriéndole o no la propiedad de los mismos para que ésta cumpla con ellos una finalidad específica, bien sea en beneficio del constituyente o de un tercero. Si hay transferencia de la propiedad de los bienes el fideicomiso se denominará mercantil, particular que no se presenta en los encargos fiduciarios, también instrumentados con apoyo en las normas relativas al mandato, en los que sólo existe la mera entrega de los bienes.

Encargo fiduciario ²²

Llamase encargo fiduciario al contrato escrito y expreso por el cual una persona llamada constituyente instruye a otra llamada fiduciario, para que de manera irrevocable, con carácter temporal y por cuenta de aquél, cumpla diversas finalidades, tales como de gestión, inversión, tenencia o guarda, enajenación, disposición en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario. En los encargos fiduciarios no existe transferencia de bienes de parte del constituyente que conserva la propiedad de los mismos, Consecuentemente no se configura persona jurídica alguna.

Titularización ²³

Se puede utilizar el contrato de Fideicomiso Mercantil como medio para efectuar procesos de titularización de activos, mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil. Las fuentes de pago, de los valores ó derechos

²¹ Art 112, LMV, codificada por BVQ

²² Art 114, LMV, codificada por BVQ

²³ Art 138, LMV, codificada por BVQ

fiduciarios emitidos, serán exclusivamente los bienes del fideicomiso y los mecanismos de cobertura correspondientes. No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de dichos títulos, sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por la ley.

Clases de Titularizaciones.-

Se podrán efectuar titularizaciones de las siguientes clases:

1. Titularización de cartera.
2. Titularización de inmuebles, generadores de flujos;
3. Titularización de proyectos inmobiliarios
4. Titularización de derechos existentes generadores de flujos futuros o de proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables.
5. Titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas

Emisión de Obligaciones ²⁴

Obligaciones son valores de contenido crediticio representativos de deuda a cargo del emisor que podrán ser emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador, y por quienes establezca la JRMV, con los requisitos que también sean establecidos por la misma en cada caso.

La emisión de obligaciones se instrumentará a través de un contrato que deberá elevarse a escritura pública y ser otorgado por el emisor. La emisión de valores podrá ser de largo o corto plazo, en este último caso se tratará de papeles comerciales de hasta 360 días de plazo.

²⁴ Art 138, LMV, codificada por BVQ

Obligaciones convertibles en Acciones ²⁵

Las compañías anónimas, podrán emitir obligaciones convertibles en acciones, que darán derecho a su titular o tenedor para exigir alternativamente o que el emisor le pague el valor de dichas obligaciones, conforme a las disposiciones generales, o las convierta en acciones de acuerdo a condiciones estipuladas en la escritura pública de emisión.

La resolución sobre la emisión de obligaciones convertibles en acciones, implica simultáneamente la resolución de aumentar el capital de la compañía emisora por lo menos hasta el monto necesario para atender las posibles conversiones.

Calificación de riesgo ²⁶

Calificación de riesgo, es la actividad que realizan entidades especializadas, denominadas Calificadoras de Riesgo, mediante la cual dan a conocer, al mercado y público en general, su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública.

Son sujetos de calificación de riesgo todos los valores materia de colocación o negociación en el mercado, excepto facturas comerciales negociables, aquellos emitidos, avalados, aceptados o garantizados por el Banco Central del Ecuador, el Ministerio de Economía y Finanzas, así como las acciones de sociedades anónimas y demás valores patrimoniales.

La calificación de acciones u otros valores patrimoniales de un emisor, será voluntaria por lo que podrá efectuarse oferta pública sin contar con la

²⁵ Art 171, LMV, codificada por BVQ

²⁶ Art 185, LMV, codificada por BVQ

respectiva calificación de riesgo. Sin embargo, la JRMV podrá ordenar la Calificación de dichos valores, con causa fundamentada.

Ninguna compañía calificador de riesgos podrá efectuar calificaciones de riesgo por más de tres años consecutivos respecto de un mismo sujeto de calificación.

Auditoría externa ²⁷

Auditoría externa, es la actividad que realizan personas jurídicas especializadas, que dan a conocer su opinión sobre la razonabilidad de los estados financieros, para representar la situación financiera y los resultados de las operaciones de la entidad auditada. También estas entidades podrán expresar sus recomendaciones respecto de los procedimientos contables y del sistema de control interno que mantiene el sujeto auditado.

Las instituciones reguladas por la ley, así como los emisores de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores están obligados a llevar auditoría externa, dicha auditoría debe realizarse por lo menos anualmente.

Ninguna persona jurídica podrá efectuar auditoría externa por más de tres años consecutivos respecto de un mismo sujeto de auditoría.

²⁷ Art 194, LMV, codificada por BVQ

CAPITULO No.3

DIAGNÓSTICO DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

En breves líneas se resume lo visto en el capítulo anterior, relacionado con los tipos de títulos que se negocian en el Mercado Bursátil, pero clasificándolo, según lo presentan las estadísticas de la Superintendencia de Compañías y de Valores; presentación que a su vez acogen las Bolsas de Valores

VALORES DE RENTA FIJA

Son valores cuyo rendimiento viene fijado en el título y adicionalmente puede tener rendimientos por descuentos en la transacción, en consecuencia no depende de los resultados de la emisora. Estos papeles pueden ser del Sector Público o del sector Privado, a su vez estos últimos pueden originarse en el Segmento Financiero (Banca), o en el segmento de empresas (mercantil). Se los puede clasificar también en títulos de Corto Plazo, cuando llegan hasta 360 días y de Largo Plazo, cuando superan los 360 días. En el capítulo anterior se describió de acuerdo a esa clasificación.

VALORES DE RENTA VARIABLE

Son valores cuyo rendimiento depende de los resultados de la emisora, normalmente son acciones o cuotas de participación. Estos papeles son emitidos solo por el Sector Privado

El presente trabajo está orientado sobre todo analizar los títulos valores de renta fija, emitidos por el Sector Privado Mercantil (empresas) ecuatoriano.

3.1 EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES TRANSACCIONES QUE SE NEGOCIAN EN EL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR

El cuadro de líneas abajo, resume las cifras del 2006 al 2014, de las negociaciones de papeles (títulos valores), en el Mercado de Valores (MV), del Ecuador. Crece 51,2%, en total, a una tasa promedio anual de 11,7%. No obstante su crecimiento no es gradual, denotando altibajos.

Tabla No.3.1

AÑO	ECUADOR: NEGOCIACIONES BURSATILES								
	(Millones US\$)								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TOTAL MV	4.862	3.510	5.153	6.427	5.093	3.761	3.749	3.722	7.355
Renta Fija	4.553	3.218	4.976	5.071	4.965	3.648	3.610	3.574	6.145
a) Sector Público	2.374	1.015	912	1.766	2.224	1.091	1.368	1.939	3.050
b) Sector Privado	2.180	2.203	4.064	3.305	2.741	2.557	2.242	1.635	3.095
Financiero	1.909	1.967	3.506	2.641	1.912	1.663	1.165	561	1.556
Mercantil	271	237	558	664	829	894	1.078	1.074	1.539
Renta Variable	309	292	178	1.356	129	113	139	148	1.210
Financiero	40	37	43	17	19	13	81	17	181
Mercantil	269	255	135	1.339	110	100	57	131	1.030

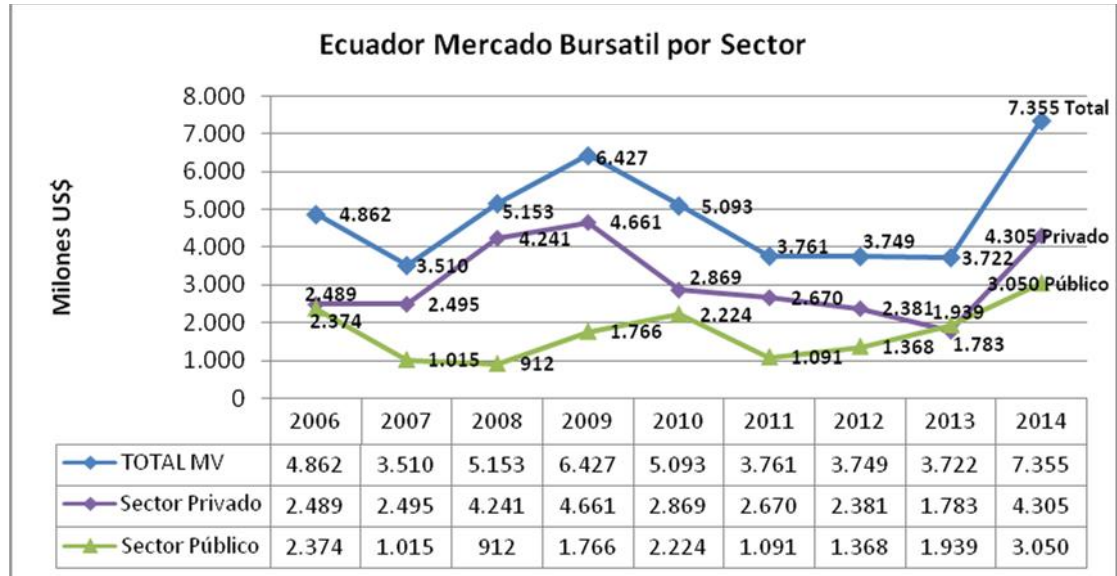
Fuente: 2006 - 2013, Superintendencia de Compañías, Mercado de Valores, Estadísticas, Boletín Mensual, Web: Supercias.gob.ec/portal
2014, <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/mercado-nacional/total-negociaciones-segun-tipo-papel/>
ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

A efectos de análisis es conveniente aclarar algunas denominaciones del cuadro anterior: Sector Público, se refiere a Títulos de ese sector negociados en Bolsa; Sector Privado, resume las negociaciones bursátiles de papeles que se emiten en dicho sector, que a su vez pueden ser de dos tipos los emitidos por las Instituciones Financieras (IFIS), y los emitidos por las empresas, lo que hemos denominado como Segmento Financiero y Segmento Mercantil ó Segmento Empresas

Durante el período 2006-2014, el mayor aporte de negociaciones en el Mercado Bursátil lo registra el Sector Privado, con promedio de participación anual de 63,8%, versus 36,2% de aporte del Sector Público.

En efecto el Sector Privado, pese a los altibajos del período, registra una participación aceptable, creciendo 73%, de US\$ 2.489M a US\$ 4.305M.

Gráfico No.3.1



FUENTE: Superintendencia de Compañías y Valores; Bolsa de Valores de Quito
ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

Para el último año analizado (2014), se registra significativa recuperación del Mercado Bursátil, conforme se aprecia en la siguiente tabla:

TABLA 3.2

Ecuador: Incremento de Negocios Bursátiles, año 2014		
Tipo de Título	Millones US\$	2014: Negociaciones relevantes
Renta Fija		
Cert. de Tesorería/inversión, Sector Público	1.006	
Cert. de Depósitos, Segmento Financiero	1.111	
Papel Comercial, Segmento Mercantil	428	
Suma	2.544	
Renta Variable		
Acciones, Segmento Financiero	163	Acciones de Produbanco \$130M
Acciones, Segmento Mercantil	901	Acciones de Lafarge \$517M y de Tonicorp \$338M
Suma	163	

FUENTE: <http://www.bolsadequito>

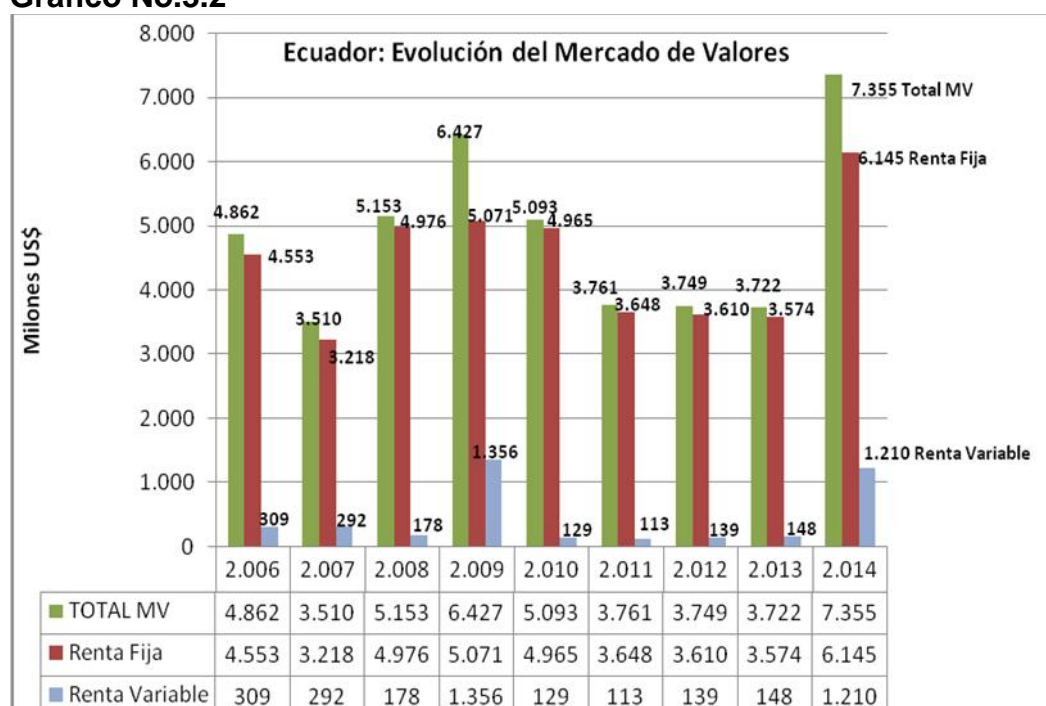
ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

Los valores negociados alcanzan US\$ 7.355M, incrementándose en US\$ 3.633M, cifra que casi duplica los US\$ 3.722M, registrado el año anterior, 2013. Lo más representativo de ese incremento del 2013 al 2014, se explica por los cambios indicados en tabla siguiente:

Por otro lado, durante el período 2006 – 2014, se observa que los títulos valores de renta fija, registran una mayor participación que los papeles de renta variable, aportando 92,3% en promedio anual, **en consecuencia se puede aseverar que el mercado bursátil ecuatoriano es de renta fija**

El gráfico de líneas abajo permite observar el comportamiento del Mercado de Valores del Ecuador, visualizando las negociaciones totales, tanto de renta variable, como de renta fija.

Gráfico No.3.2



FUENTE: Superintendencia de Compañías y Valores; Bolsa de Valores de Quito
ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

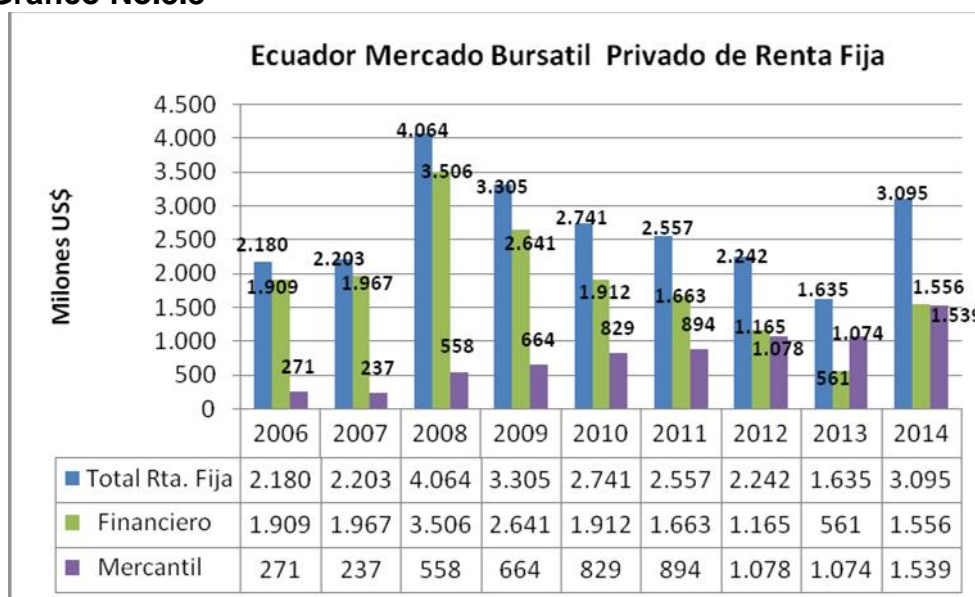
Las cifras totales, identifican un decrecimiento promedio anual de US\$ 1.814M en el trienio 2011-2013, en comparación al trienio anterior 2008-

2010. Como se analizará, más adelante, este decrecimiento obedece principalmente a una menor participación de títulos del mercado financiero de renta variable, que se reduce en US\$ 1.556M, promedio anual, durante el periodo analizado.

Por lo expuesto anteriormente, y por ser el objeto de este trabajo, se analiza por separado el Mercado Bursátil de Renta Fija, del Sector Privado, su evolución y los principales títulos valores que se negocian en dicho mercado.

El cuadro expuesto a continuación, expone el comportamiento que registra, en el período 2008-2014, el Mercado Bursátil Privado de Renta Fija, dentro del que participan los segmentos Financieros y Mercantil (Empresas Privadas)

Gráfico No.3.3



FUENTE: Superintendencia de Compañías y Valores; Bolsa de Valores de Quito
 ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

Las transacciones bursátiles privadas, de papeles de renta fija, registran crecimiento hasta el 2008, en el que logra la cifra más alta de US\$

4.064M, pero luego decae significativamente, llegando a US\$ 1.635M, en el 2013. Para el 2014 se observa una gran recuperación con US\$ 3.095M, que representa un incremento de 89%, respecto al 2013

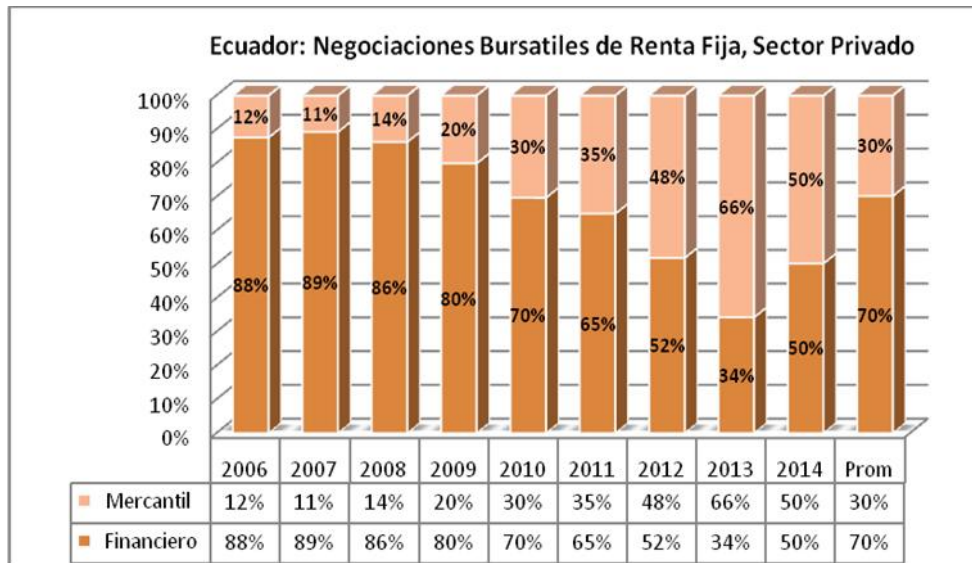
Lo anterior se explica por la continua reducción, de papeles de renta fija, del Segmento Financiero, negociados en Bolsa, de US\$ 3.506M en el 2008, pasan a US\$ 561M, en el 2013, tan solo el 16%. Para el 2014 este segmento se recupera, logrando US\$ 1.556 de títulos negociados, cifra casi el triple de lo realizado el año anterior

Se estima, el comportamiento del Segmento Financiero, obedece a que existiendo una buena liquidez en la economía, las IFIS no han tenido la necesidad de recurrir al Mercado Bursátil, ya que han logrado captar fondos con tasas de interés más bajas.

Por otro lado el Segmento Mercantil, que registra los papeles negociados por las empresas, registra crecimiento continuo, logrando una tasa promedio anual de 29.8%, con cifra record de US\$ 1.539M, para el año 2014, que representa 43% de crecimiento, respecto al año anterior

Es interesante analizar la participación del Segmento Mercantil, dentro del mercado de negociaciones bursátiles privadas de Renta Fija, el cual aporta con 30%, promedio anual, en el período 2006-2014. Según se visualiza en gráfico expuesto líneas abajo dicha participación ha crecido paulatinamente en el período, así de 12% en el 2006 pasa a 66% en el 2013, reduciéndose al 50% para el 2014, ocasionado por la reaparición de títulos públicos, expresados en Certificados de Tesorería e Inversión por un monto incremental de US\$ 1.006M, respecto al año anterior.

Gráfico No.3.4



FUENTE: Superintendencia de Compañías y Valores; Bolsa de Valores de Quito

ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

3.2 ANÁLISIS DEL FINANCIAMIENTO QUE OBTIENEN LAS EMPRESA MEDIANTE NEGOCIACIONES EN EL MERCADO BURSÁTIL.

El cuadro y gráfico de líneas abajo, resume las principales transacciones de títulos de valores Renta Fija, emitidos por empresas privadas, negociados en el Mercado Bursátil ecuatoriano, del período 2008 al 2014; identificando que las negociaciones casi se triplicaron, creciendo a una tasa promedio de 19,2%, pasando de US\$ 558M a US\$ 1.539 M

Tabla No.3.3

ECUADOR: TITULOS DE RENTA FIJA DE EMPRESAS TRANSADOS EN EL MERCADO BURSATIL

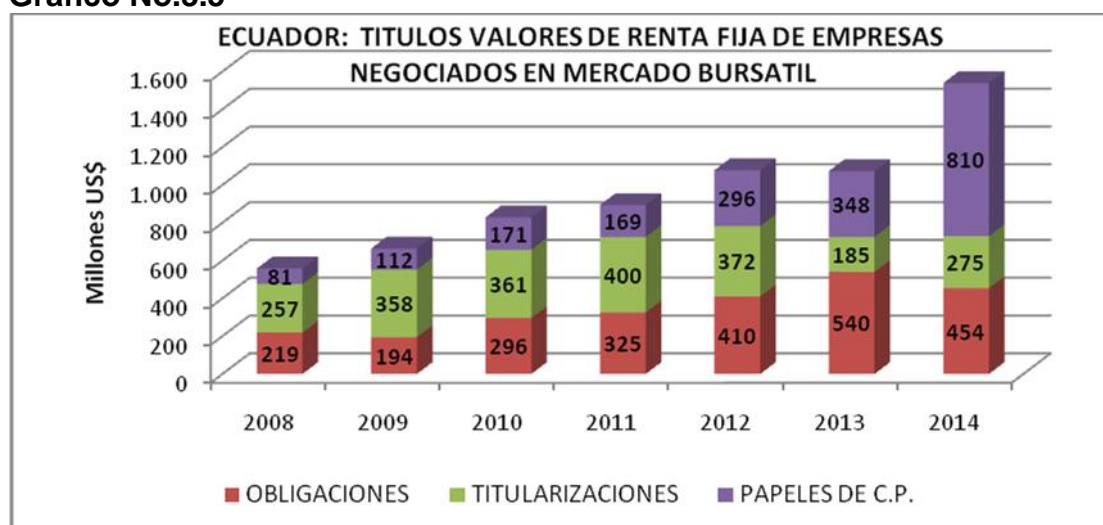
(Millones US\$)

AÑO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
OBLIGACIONES	219	194	296	325	410	540	454
TITULARIZACIONES	257	358	361	400	372	185	275
PAPELES COMERC. CP	52	81	137	131	249	300	795
OTROS	29	31	34	38	47	48	15
TOTAL	558	664	829	894	1.078	1.074	1.539

Fuente: 2006 - 2013, Web: Supercias.gob.ec/portal, Mercado de Valores, Estadísticas; www.bolsadequito

ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

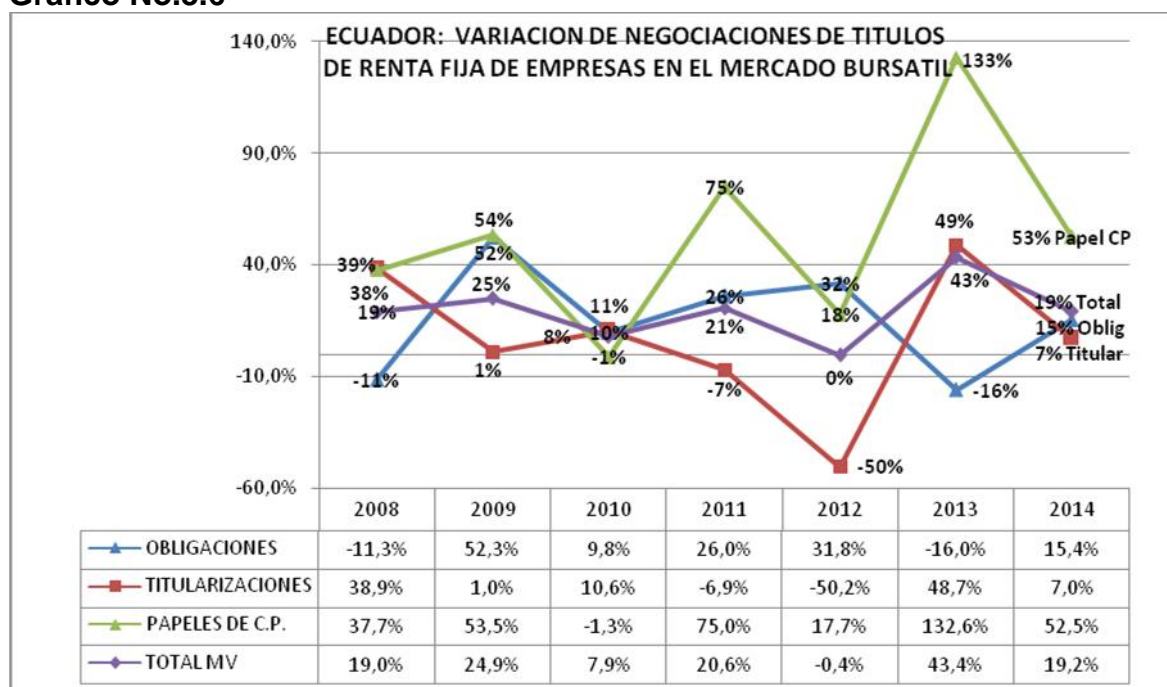
Gráfico No.3.5



FUENTE: Superintendencia de Compañías y Valores; Bolsa de Valores de Quito
ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

Se observa que el mayor crecimiento de transacciones lo registran las negociaciones de títulos de corto plazo (papel comercial, pagarés, etc.), y las obligaciones emitidas (bonos de largo plazo), con tasas de crecimiento de 52,5% y 15,4%, respectivamente.

Gráfico No.3.6

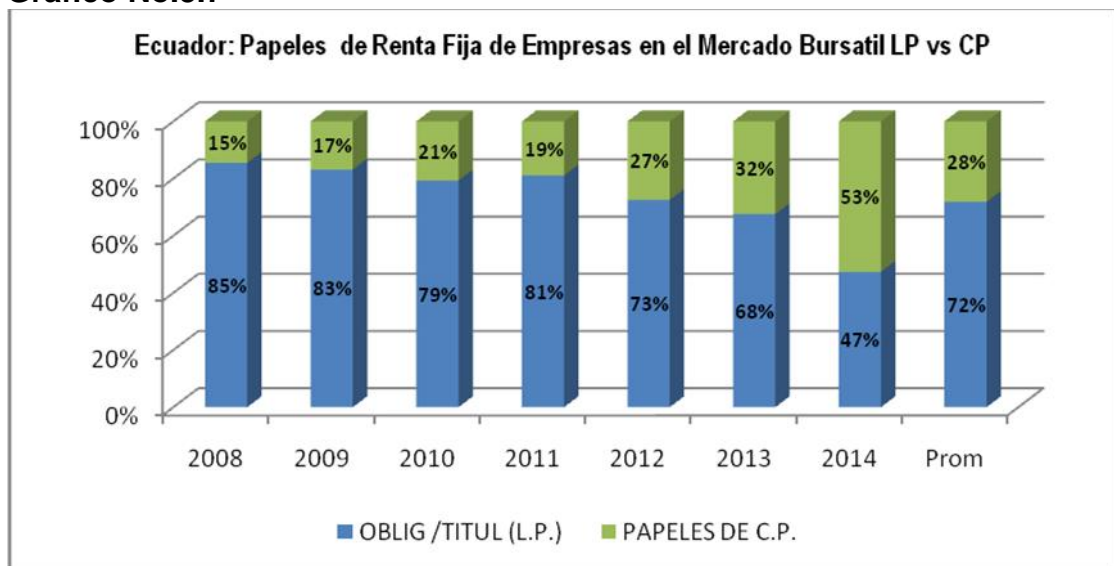


FUENTE: Superintendencia de Compañías y Valores; Bolsa de Valores de Quito
ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

Analizando el conjunto de las transacciones de títulos de valores de Renta Fija de empresas privada, período 2008 al 2014, se tiene que la mayor parte corresponde a papeles de Largo Plazo, registrando 72% en el período analizado, No obstante se observa que desde el 2012, en adelante los títulos de corto plazo han empezado a incrementar su participación, a tal punto que en el 2013, superan a los de Largo Plazo, con 53% de participación.

En nuestra opinión, esa estructura del mercado de valores ecuatoriano, de transar más papeles de largo plazo, es adecuada para su estabilidad y evolución, ya que muestra confianza de parte de los inversionistas, permitiendo un desarrollo sostenido del mercado de valores, así como un adecuado financiamiento para las empresas

Gráfico No.3.7



FUENTE: Superintendencia de Compañías y Valores; Bolsa de Valores de Quito
ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

3.3 PERFIL DE PRINCIPALES EMISORES Y COMPRADORES DE TITULOS DE DEUDA

3.3.1 Perfil de Emisores:

Según las Casas de Valores, ADVFINSA e INTERVALORES, los emisores de títulos de deuda deben reunir el siguiente perfil:

Requisitos Básicos:

- Ser empresas privadas que buscan financiamiento para sus actividades.
- Preferentemente deben ser empresas posicionadas en su sector, que evidencian un sostenido crecimiento operacional y un sólido manejo financiero.
- Sus accionistas deben tener buena reputación con altos valores éticos, comprometidos con el desarrollo de sus negocios.
- Sus Administradores, deben ser profesionales capacitados, innovadores y de trayectoria reconocida.
- Contar con Auditoría Externa de sus Estados financieros, de por lo menos los tres últimos ejercicios económicos. Su contabilidad debe estar adecuada a Normas Internacionales de Información Financiera.

Requisitos Complementarios:

- Obtener una adecuada Calificación de Riesgo (por lo menos "A"), que les permitan acceder a las diversas fuentes de financiamiento que brinda el mercado de valores.
- En la calificación se evaluará principalmente su capacidad financiera para soportar y pagar el endeudamiento actual y el proyectado. También revisará su gestión administrativa, comercial y las buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

- Luego, la empresa debe formalizar el proceso de emisión de deuda, obteniendo la autorización de su Junta de Accionistas, elevando a escritura pública el negocio de emisión, indicando montos, plazos, forma de pago, interés y garantía de los títulos a emitirse.
- Posteriormente debe obtener autorización de la Superintendencia de Compañías y Valores, así como los respectivos registros en dicho organismo de control y en Bolsa.
- Previo a la emisión y Oferta Pública de títulos, debe elaborar Prospecto, que también debe aceptar la Superintendencia de Compañías y Valores
- Complementariamente debe nombrarse Agente Pagador y contratar Representante de Obligacionistas (inversionistas)
- Finalmente se negocian los títulos en el Mercado Bursátil

Para cumplir exitosamente una emisión de deuda, lo recomendable es la empresa contrate un agente estructurador y negociador de los títulos a emitirse, esto es una Casa de Valores, que la apoyará en la obtención de la autorización de parte de la Superintendencia de Compañías y los respectivos registros en dicho organismo de control y en Bolsa.

3.3.2 Compradores de Títulos Valores: Inversionistas

En el negocio bursátil se denomina Inversionista u Obligacionistas, a aquellos compradores frecuentes de Títulos Valores.

En nuestro país, cualquier persona natural o jurídica, que tenga recursos financieros, puede negociar títulos en las Bolsas de Valores, pero obligadamente debe delegar la transacción a un agente, esto es una Casa de Valores, únicos autorizados para actuar en Bolsa

La Ley de Mercado de Valores identifica a los Inversionistas Institucionales, posicionando como tales a las instituciones del sistema

financiero públicas o privadas, a las mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, a las cooperativas de ahorro y crédito que realicen intermediación financiera con el público, a las compañías de seguros y reaseguros, a las corporaciones de garantía y retrogarantía, a las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos y a toda otra persona jurídica y entidades que la Junta de Regulación del Mercado de Valores señale como tal.

Los inversionistas institucionales, también operan en el mercado bursátil por intermedio de Casas de Valores y por disposiciones legales están obligados a entregar información respecto a las transacciones que efectúen

COMPARACIÓN DEL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES EN ECUADOR FRENTE A OTROS PAÍSES

3.4.1 La Capitalización Bursátil como índice de Desarrollo Bursátil

El índice comúnmente utilizado para medir el desarrollo bursátil de un país es el de **Capitalización Bursátil**, que indica el valor conjunto, a una determinada fecha, de todas las empresas que cotizan en una bolsa, teniendo en cuenta la cotización de sus acciones a esa fecha

Según publicación del sitio web <http://desarrolloperuano.blogspot.com>, de 12 de Febrero 12 de 2014, bajo título de “ Perú en el Ranking Latinoamericano: Capitalización Bursátil Doméstica 2013”, se ilustra el siguiente cuadro

TABLA No.3.4

América Latina			
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL			
DOMÉSTICA 2013*			
Millones US\$			
	País	Capitalización	Variación %
1	Brasil	1'020,455	-16.86
2	México	526,016	0.18
3	Chile	265,150	-15.38
4	Colombia	202,693	-22.67
5	Perú	80,977	-21.09
6	Venezuela	71,283	181.74
7	Argentina	53,105	55.03
8	Panamá	13,436	7.12
9	El Salvador	10,747	0.04
10	Ecuador	6,538	10.85
11	Bolivia	4,759	7.07
12	Costa Rica	2,640	29.49

* Los datos corresponden a la principal bolsa de valores de cada país.

Fuente: FIAB Elaboración: Desarrollo Peruano

Los datos del cuadro adjunto, obtenidos de la Federación Iberoamericana de Bolsa, FIAB, no se refieren a la capitalización bursátil total, sino solo a la “**Capitalización Bursátil Doméstica**”, que solo considera las acciones

emitidas en el país, y por lo tanto refleja la real dimensión del mercado nacional, excluyendo las cifras de acciones de empresas extranjeras

Analizando las cifras del cuadro se observa que el Ecuador está en ante penúltimo lugar del ranking de Capitalización Bursátil Domestica, en efecto Perú, Colombia y Chile le superan en 12, 31 y 41 veces, respectivamente

Para un mayor análisis conviene obtener la relación Capitalización Doméstica/PIB, denominada, **Profundidad Bursátil**, la cual muestra la importancia alcanzada por el mercado de valores dentro de una economía. A continuación se muestra el cálculo de la “Profundidad Bursátil”, año 2013, para Chile, Colombia, Perú y Ecuador

TABLA 3.5
PROFUNDIDAD BURSÁTIL 2013, PERÚ, COLOMBIA, CHILE, ECUADOR
(Millones US\$)

País	Capitalización Bursátil Domestica CPD	PIB Precios Corrientes	Profundidad Bursátil CPD/PIB %
Chile	265.150	271.043	97,8%
Colombia	202.698	378.415	53,6%
Perú	80.977	200.643	40,4%
Ecuador	6.538	94.473	6,9%

Fuente: FIAB, CEPAL ²⁸

Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

La Profundidad Bursátil, indica que el Ecuador ocupa el último lugar versus Chile. Colombia y Perú, no obstante con este índice la relación relativa disminuye, así estos países solo le superarían en 14, 8 y 6 veces, respectivamente. El índice de Profundidad Bursátil permite una mejor interpretación del grado de desarrollo bursátil de un país, ya que lo relaciona con el tamaño de su economía.

²⁸ Federación Iberoamericana de Bolsa, FIAB, <http://estadísticas.cepal.org/cepalstat>

Para comparar el desarrollo del Mercado Bursátil de Ecuador, con el de otros países, se escogió a Perú, Colombia y Chile, por ser países vecinos o cercanos, adicionalmente esos países conforman el **Mercado Integrado Latinoamericano MILA**, que es el resultado del acuerdo firmado entre la Bolsa de Valores de Lima, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Comercio de Santiago, así como de los depósitos Deceval, DCV y Cavali, las cuales, desde 2009, iniciaron el proceso de creación de un mercado regional para la **negociación de títulos de renta variable** de los tres países.

El MILA es la primera iniciativa de integración bursátil transnacional sin fusión o integración corporativa a nivel global, mediante el uso de herramientas tecnológicas y la adecuación y armonización de la regulación sobre la negociación de mercados de capitales y custodia de títulos en las tres naciones. Entro en operaciones el 30 de mayo de 2011, en consecuencia desde esa fecha se pueden comprar y vender las acciones de las tres plazas bursátiles, simplemente a través de un intermediario local. En diciembre de 2014, se oficializó la entrada de México a **MILA**, incorporando a la Bolsa Mexicana de Valores e Indeval.

En líneas siguientes se realiza análisis separado de los Mercados Bursátiles de Perú, Colombia y Chile, centrandó el análisis en las negociaciones de papeles de renta fija, sobre todo títulos de deuda privada, a efectos de compararlos con el de Ecuador, ya que el tema, objeto de tesis abarca solo las transacciones de este tipo de papeles.

3.4.2 MERCADO BURSÁTIL DE PERÚ

El cuadro adjunto (world-exchanges, 2014), expone las cifras del Mercado Bursátil de Perú, en el período 2008 – 2014. Se observa decrecimiento general en el total de negocios bursátiles reduciéndose casi US\$ 2.000M (27%) del 2008 al 2014; la reducción promedio anual fue de 4%.

TABLA No.3.6

PERÚ: TÍTULOS VALORES TRANSADOS EN EL MERCADO BURSÁTIL

(En millones de US\$)

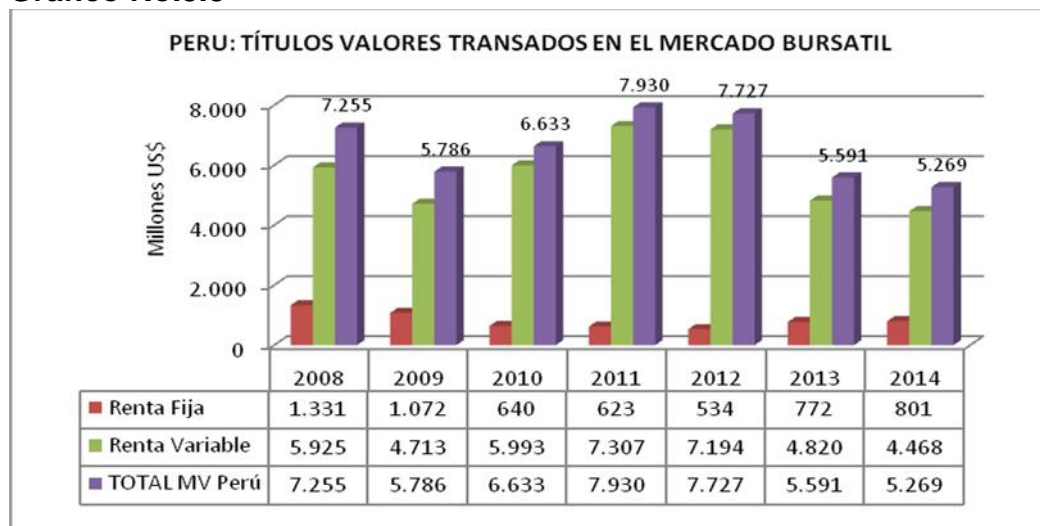
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Títulos de Renta Fija							
S. Privado	1.292,1	1.027,8	608,2	570,4	523,7	739,2	725,3
S. Público	14,4	3,6	7,1	46,3	8,9	31,5	74,6
Extranjeros	24,2	40,9	24,4	6,4	0,9	1,0	0,7
Total Renta Fija	1.330,7	1.072,3	639,6	623,1	533,5	771,7	800,6
Títulos de Renta Variable:							
Acciones Domesticas	4.795,4	3.498,7	4.830,7	5.970,3	5.991,8	3.825,2	3.872,7
Acciones Extranjeras	1.129,3	1.214,6	1.162,4	1.336,8	1.201,9	994,4	595,4
Total Renta Variable	5.924,7	4.713,3	5.993,1	7.307,1	7.193,8	4.819,6	4.468,1
Total MV Perú	7.255,4	5.785,6	6.632,7	7.930,2	7.727,3	5.591,4	5.268,8

Fuente: www.world-exchanges.org/statistics/annual

Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Las transacciones de renta fija también decrecen significativamente en US\$ 530M (40%), pasando de US\$ 1331M en el 2008 a US\$801M en el 2014. Para un mejor análisis a continuación se ilustra el gráfico No.3.8

Gráfico No.3.8



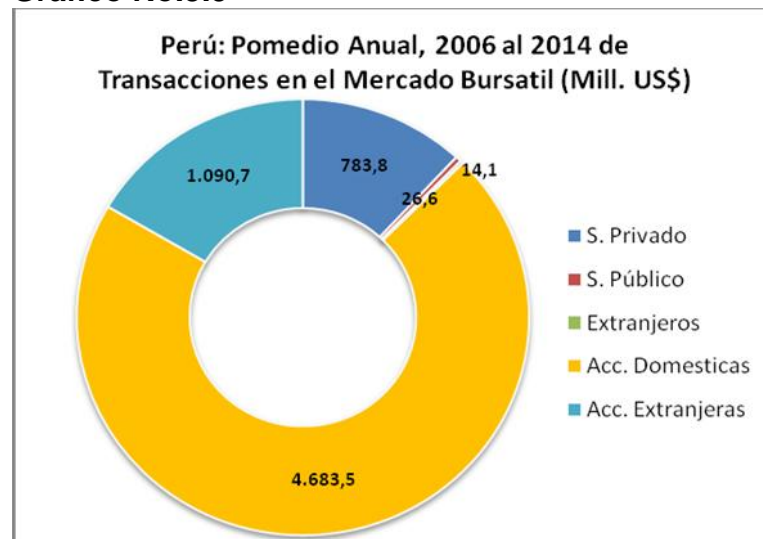
Fuente: www.world-exchanges.org/statistics/annual

Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

El gráfico permite visualizar, que el período 2008 – 2014, no todo fue reducción, ya que las transacciones totales registran un pico de US\$ 7.930M en el 2011, que representa US\$ 675M (9%), respecto al 2008

Durante el período analizado (2006 – 2014), se observa una posición dominante de las transacciones de renta variable (acciones), como se expone en el siguiente gráfico:

Gráfico No.3.9



Fuente: www.world-exchanges.org/statistics/anual
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

En el período 2006 al 2014, el promedio anual de transacciones de renta variable (acciones), es de US\$ 4.684M, que representa 88% del total. En consecuencia, se puede asegurar, que el **Mercado Bursátil de Perú es principalmente de Renta Variable**

3.4.3 MERCADO BURSÁTIL DE COLOMBIA:

Las cifras expuestas (world-exchanges, 2014), de cuadro adjunto indican la evolución del Mercado Bursátil de Colombia, período 2008-2014:

TABLA No. 3.7

COLOMBIA: TÍTULOS VALORES TRANSADOS EN EL MERCADO BURSÁTIL

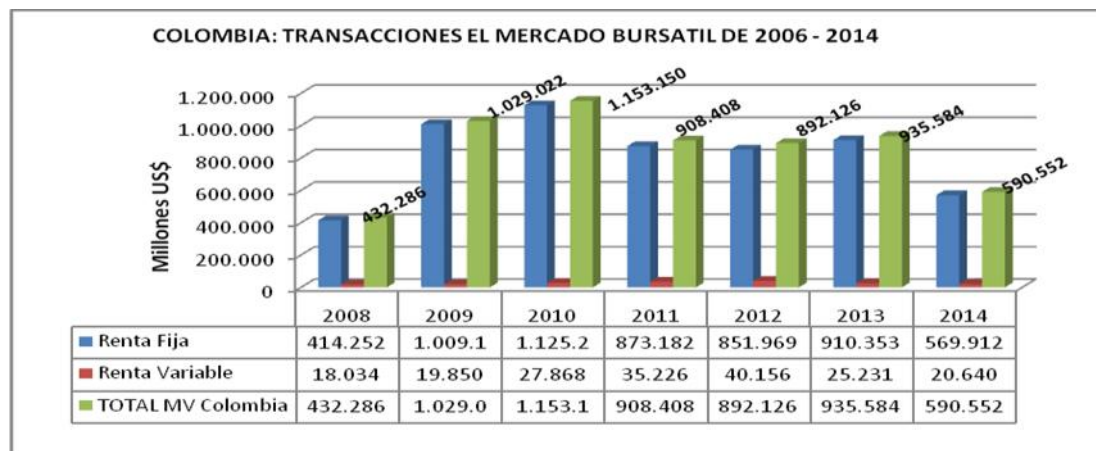
(En millones de US\$)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Títulos de Renta Fija							
S. Privado	110.902	193.032	240.852	169.170	124.320	97.976	65.702
S. Público	302.889	815.166	883.000	703.054	726.862	812.008	503.867
Extranjeros	461	975	1.430	958	787	369	342
Total Renta Fija	414.252	1.009.172	1.125.282	873.182	851.969	910.353	569.912
Títulos de Renta Variable:							
Acciones Domesticas	18.034	19.850	22.697	25.946	32.203	20.409	17.216
Acciones Extranjeras	0	0	5.171	9.280	7.954	4.822	3.424
Total Renta Variable	18.034	19.850	27.868	35.226	40.156	25.231	20.640
Total MV Colombia	432.286	1.029.022	1.153.150	908.408	892.126	935.584	590.552

Fuente: www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

El Total del Mercado Bursátil colombiano, crece del 2008 al 2014, US\$ 158.266 (36%), a un promedio anual de 16%, lo que se aprecia en gráfico

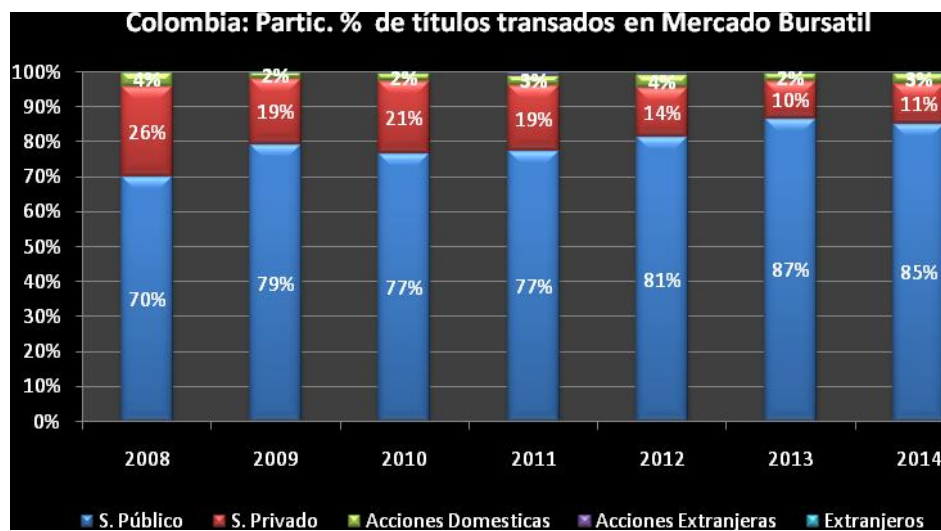
Gráfico No.3.10



Fuente: www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

El crecimiento del negocio bursátil colombiano no es continuo. Sube hasta el 2010, logrando transacciones por US\$ 1'153.130M, pero luego empieza a reducirse, llegando en el 2014 a transar solo US\$ 590.552, que representa 51% de la cifra del 2010 y baja de 37%, respecto al 2013.

Gráfico No.3.11



Fuente: www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool
 Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Las transacciones bursátiles colombianas registran una marcada dependencia de papeles de deuda pública, que participan con 80%, en el período 2008-2014. La cifra record de transacciones de títulos de deuda pública es de US\$ 883.000, lograda en el 2010. La grafica que se expone a continuación, ilustra lo aquí expuesto.

3.4.4 MERCADO BURSÁTIL DE CHILE

Las cifras expuestas (world-exchanges, 2014), en cuadro adjunto indican la evolución del Mercado Bursátil de Chile, para el período 2008-2014:

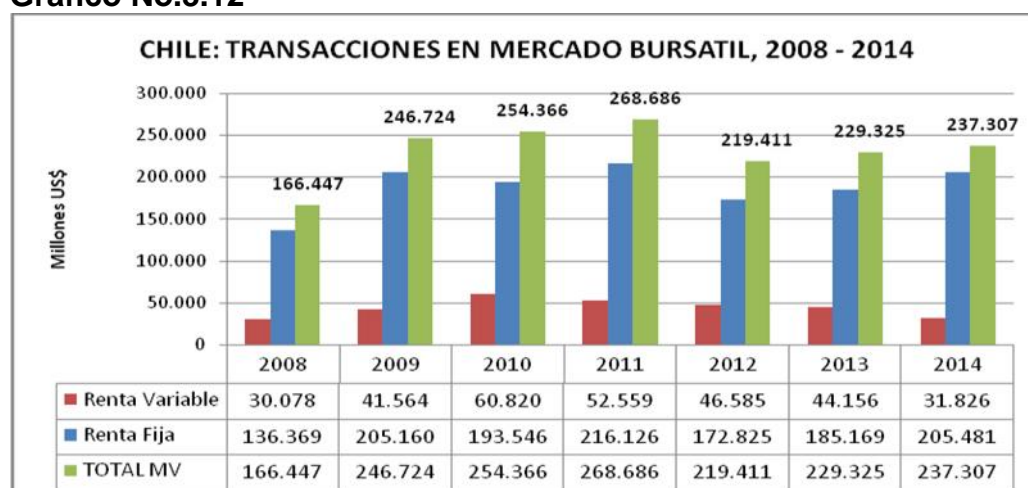
TABLA No.3.8 CHILE: TÍTULOS VALORES TRANSADOS EN EL MERCADO BURSÁTIL
(En millones de US\$)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Títulos de Renta Fija							
S. Privado	43.154	64.429	70.060	87.258	65.617	82.210	95.497
S. Público	93.215	140.730	123.486	128.868	107.209	102.959	109.984
Extranjeros	0	0	0	0	0	0	0
Total Renta Fija	136.369	205.160	193.546	216.126	172.825	185.169	205.481
Títulos Renta Variable:							
Acciones Domesticas	30.078	41.563	60.794	52.547	46.558	44.137	31.797
Acciones Extranjeras	0	1	27	13	28	19	29
Total Renta Variable	30.078	41.564	60.820	52.559	46.585	44.156	31.826
Total MV Chile	166.447	246.724	254.366	268.686	219.411	229.325	237.307

Fuente: www.world-exchanges.org/statistics/annual
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

El Mercado Bursátil chileno, en cifras totales, crece US\$ 70.860 (43%), del 2008 al 2014, a un promedio anual de 8%.

Gráfico No.3.12

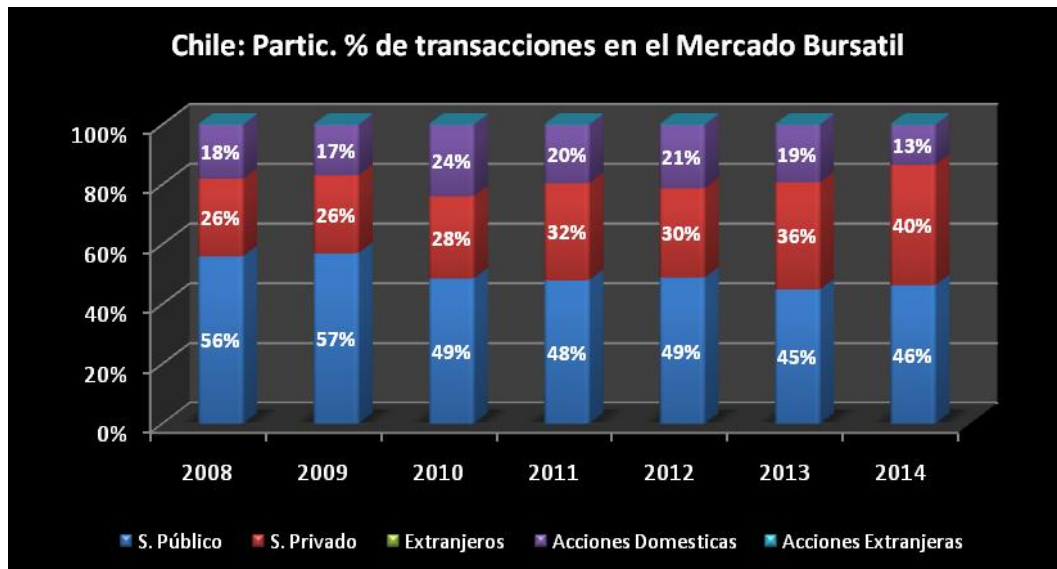


Fuente: www.world-exchanges.org/statistics/annual
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

El crecimiento de las transacciones no es continuo, así se interrumpe en el 2012, en el que afronta una drástica caída de US49.875M (18%), respecto al 2011. En adelante se ha recuperado levemente registrando incrementos de 4.5% y 3,5%, durante 2013 y 2014, respectivamente

En Chile, similar a Colombia, se registra alta participación de transacciones de títulos de deuda pública, registran participación promedio anual de 50%, para el periodo 2006-2014, seguidas de los papeles de deuda privada que participan con promedio de 31%. Las acciones logran 19% de promedio anual de participación.

Gráfico No.3.13



Fuente: www.world-exchanges.org/statistics/anual
 Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

3.4.5 MERCADO BURSÁTIL DE ECUADOR VS EL DE PERÚ, COLOMBIA Y CHILE

Los cuadros que se presentan a continuación exponen para Ecuador, Perú, Colombia y Chile, el valor total de títulos negociados en transacciones bursátiles, durante el período 2008-2014, así como su PIB a precios corrientes

Tabla No.3.9

TRANSACCIONES BURSÁTILES DE ECUADOR, PERÚ, COLOMBIA Y CHILE

(Millones US\$)

AÑOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ECUADOR	5.153	6.427	5.093	3.761	3.749	3.722	7.355
PERÚ	7.255	5.786	6.633	7.930	7.727	5.591	5.269
COLOMBIA	432.286	1.029.022	1.153.150	908.408	892.126	935.584	590.552
CHILE	166.447	246.724	254.366	268.686	219.411	229.325	237.307

Fuente: www.world-exchanges.org; www.Supercias.gob.ec/ BVQ
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Tabla No.3.10

PIB A PRECIOS CORRIENTES DE ECUADOR, PERÚ, COLOMBIA Y CHILE

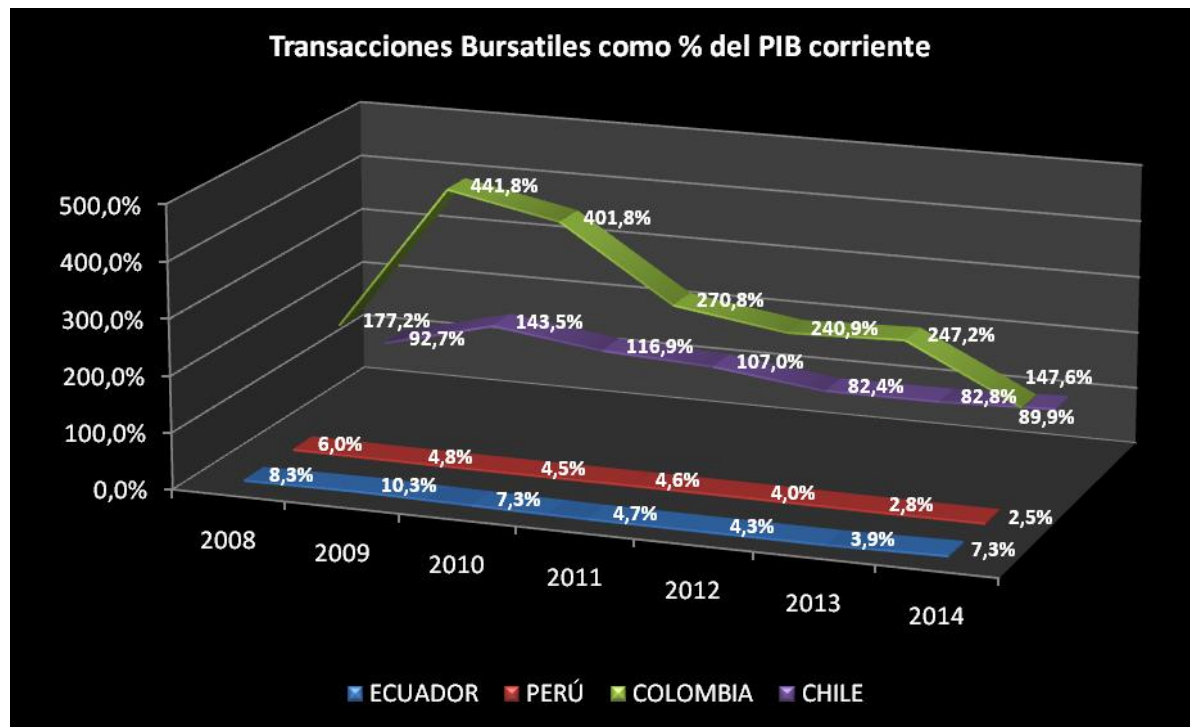
(Millones US\$)

AÑOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ECUADOR	61.763	62.520	69.555	79.277	87.623	94.473	100.485
PERÚ	120.612	120.487	147.070	171.257	192.806	200.643	208.188
COLOMBIA	243.983	232.901	287.018	335.415	370.328	378.415	400.117
CHILE	179.627	171.957	217.556	251.005	266.410	277.043	264.095

Fuente: PIB 2008 -2013 2014: <http://www.imf.org>
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Relacionando las cifras de los cuadros anteriores se obtiene para cada país y año el índice de Transacciones Bursátiles como % del PIB (corriente), que se adjunta en el gráfico, que se expone líneas abajo

Gráfico No.3.14



Fuente: www.world-exchanges.org; www.Supercias.gob.ec/, BVQ, www.imf.org
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

El gráfico permite visualizar que existe una gran diferencia entre el volumen de transacciones Bursátiles de Colombia y Chile, en comparación con las de Ecuador y Perú. En efecto para el período 2008-2014, el promedio anual del índice de transacciones Bursátiles como % del PIB, de Colombia y Chile, es 42 y 16 veces superior al de Ecuador.

En nuestra opinión la diferencia significativa, ocurre por la alta participación de las transacciones de títulos de deuda pública (renta fija), en el mercado de valores colombiano (80%) y chileno (50%), frente a la de Ecuador (35%).

3.4.6 TRANSACCIONES BURSTÁILES DE RENTA FIJA DE ECUADOR VERSUS LAS DE PERÚ, COLOMBIA Y CHILE

Por ser objeto de estudio los títulos valores de renta fija, es imprescindible realizar un análisis separado de las transacciones de este título de papeles, confrontándolas con el total de negocios pactados en el Mercado de Valores de cada país, utilizando para el efecto, el índice de Transacciones Bursátiles de renta fija como % del PIB (corriente), calculados para Ecuador, Perú, Colombia y Chile

El cuadro que se expone líneas abajo, extraído de cifras anteriores, resume las transacciones bursátiles de renta fija para Ecuador, Perú, Colombia y Chile, en el período 2008-2014

Tabla No.3.11

TRANSACCIONES BURSATILES DE RENTA FIJA DE ECUADOR, PERÚ, COLOMBIA Y CHILE

(Millones US\$)

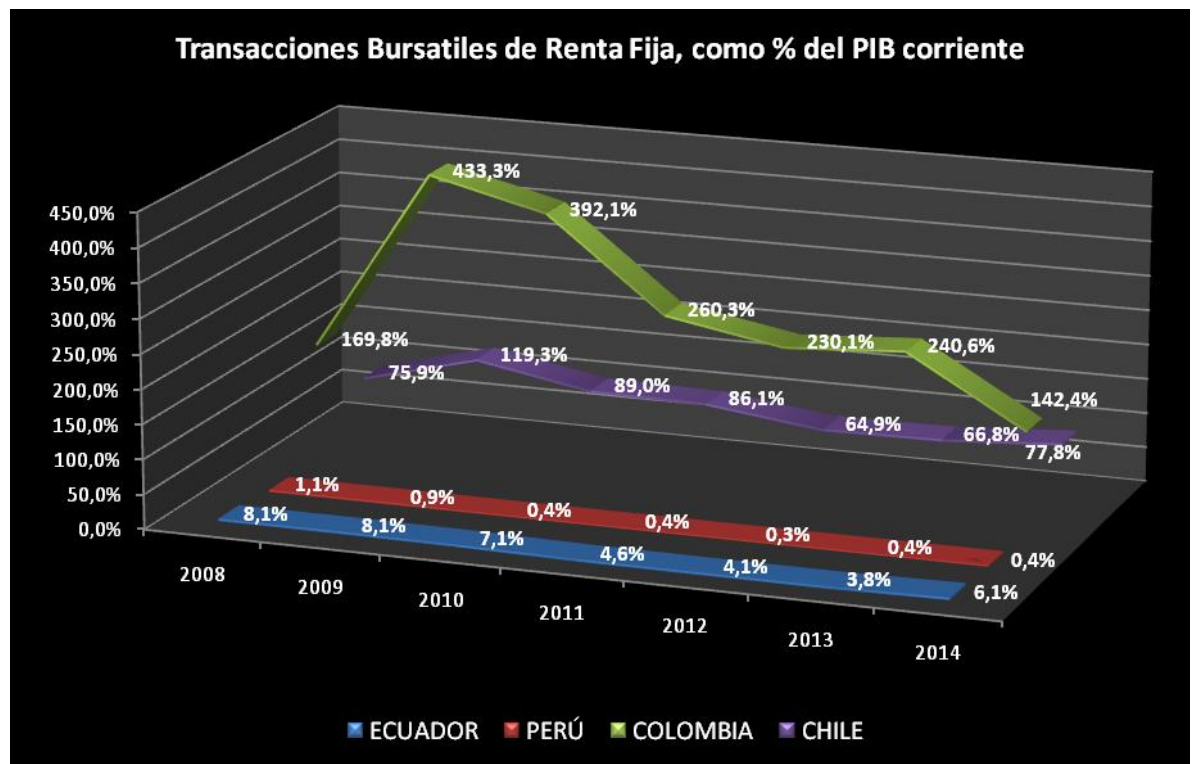
AÑOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ECUADOR	4.976	5.071	4.965	3.648	3.610	3.574	6.145
PERÚ	1.331	1.072	640	623	534	772	801
COLOMBIA	414.252	1.009.172	1.125.282	873.182	851.969	910.353	569.912
CHILE	136.369	205.160	193.546	216.126	172.825	185.169	205.481

Fuente: www.world-exchanges.org; www.Supercias.gob.ec/, BVQ

Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Relacionando las cifras del cuadro anterior con el PIB corriente de cada país, indicados en cuadro No.3.10, se obtiene el índice de transacciones bursátiles de renta fija como % del PIB, que se expone en gráfico, de líneas abajo, para Ecuador, Perú, Colombia y Chile, en el período 2008-2014

Gráfico No.3.15



Fuente: www.world-exchanges.org; www.Supercias.gob.ec/, BVQ, www.imf.org
 Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

3.4.7 TRANSACCIONES BURSÁTILES DE RENTA FIJA PRIVADA DE ECUADOR, PERÚ, COLOMBIA Y CHILE

Según cifras indicadas en puntos anteriores, se observa que existe una alta participación de las transacciones de títulos de deuda pública en el mercado de valores de renta fija colombiano (82%) y chileno (61%), frente a la de Ecuador (39%), en consecuencia conviene extraer este peso y analizar separadamente solo las negociaciones bursátiles de renta fija del segmento privado para Ecuador, Perú, Colombia y Chile, lo que se expone en el siguiente cuadro

Tabla No.3.12

**TRANSACCIONES BURSATILES DE RENTA FIJA PRIVADA DE ECUADOR, PERÚ,
COLOMBIA Y CHILE**

(Millones US\$)

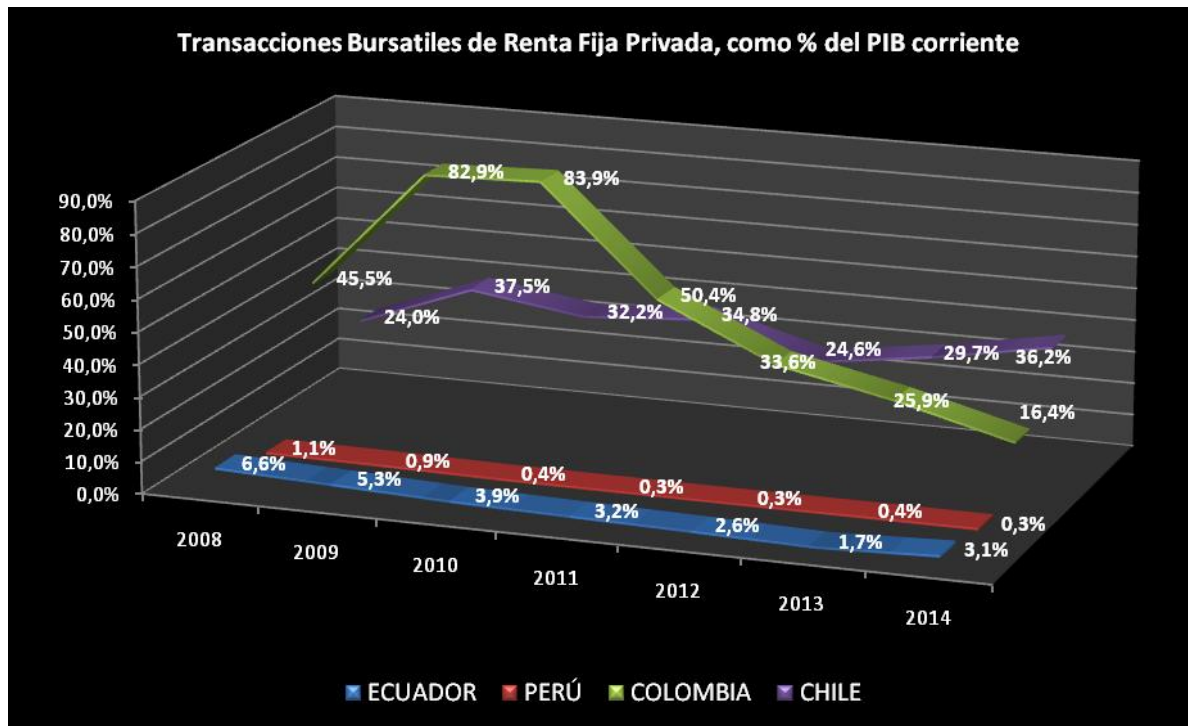
AÑOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ECUADOR	4.064	3.305	2.741	2.557	2.242	1.635	3.095
PERÚ	1.292	1.028	608	570	524	739	725
COLOMBIA	110.902	193.032	240.852	169.170	124.320	97.976	65.702
CHILE	43.154	64.429	70.060	87.258	65.617	82.210	95.497

Fuente: www.world-exchanges.org; www.Supercias.gob.ec/, BVQ

Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Relacionando las cifras del cuadro anterior con el PIB corriente de cada país, se obtiene el índice de transacciones bursátiles de renta fija privada como % del PIB, que se expresa en el siguiente gráfico:

Gráfico No.3.16



Fuente: www.world-exchanges.org; www.Supercias.gob.ec/, BVQ, www.imf.org

Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

En el periodo 2008-2014, el promedio anual del índice, transacciones bursátiles de renta fija privada como % del PIB, se ubica para Ecuador 3,8%, Perú 0,5%, Colombia 48,4% y Chile 31,3%; en consecuencia el índice de Colombia y Chile es 13 y 8 veces superior al de Ecuador, respectivamente

Lo anterior indicaría que en Ecuador existe un rezago o atraso en las transacciones de renta fija privada, que por otro lado se traduce en desaprovechamiento de una fuente proveedora de fondos, como lo es el mercado bursátil.

Para analizar lo que ha sucedido y tratar de explicar, ese posible desaprovechamiento, en cuadro adjunto, se repiten cifras de negociaciones bursátiles de renta fija de Ecuador ya indicadas anteriormente..

Tabla No.3.13

ECUADOR: NEGOCIACIONES BURSATILES DE RENTA FIJA

(Millones US\$)

SECTOR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
a) Sector Público	912	1.766	2.224	1.091	1.368	1.939	3.050
b) Sector Privado	4.064	3.305	2.741	2.557	2.242	1.635	3.095
Financiero	3.506	2.641	1.912	1.663	1.165	561	1.556
Mercantil	558	664	829	894	1.078	1.074	1.539
Renta Fija	4.976	5.071	4.965	3.648	3.610	3.574	6.145

FUENTE: Superintendencia de Compañías y Valores; Bolsa de Valores de Quito

ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

Relacionando cifras del cuadro anterior con el PIB corriente del Ecuador, se obtiene el índice de transacciones bursátiles de renta fija como % del PIB, para cada sector ó segmento, que transa títulos en el Mercado de Valores, como se aprecia en la siguiente tabla

Tabla No.3.14**ECUADOR: NEGOCIACIONES BURSATILES DE RENTA FIJA COMO % DEL PIB**

SECTOR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
a) Sector Público	1,5%	2,8%	3,2%	1,4%	1,6%	2,1%	3,0%
b) Sector Privado	6,6%	5,3%	3,9%	3,2%	2,6%	1,7%	3,1%
Financiero	5,7%	4,2%	2,7%	2,1%	1,3%	0,6%	1,5%
Mercantil	0,9%	1,1%	1,2%	1,1%	1,2%	1,1%	1,5%
Renta Fija	8,1%	8,1%	7,1%	4,6%	4,1%	3,8%	6,1%

FUENTE: Superintendencia de Compañías y Valores; Bolsa de Valores de Quito

ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

Analizando el índice negociaciones bursátiles de renta fija como % del PIB, período 2008 al 2014, se observa decrecimiento relativo para las negociaciones de papeles de renta fija sector privado. En efecto de 6,6% en el 2008 se reduce paulatinamente, llegando tan solo a 1,7% en el 2013. No obstante en el año 2014 se tiene un repunte con 3,1%.

Esas reducciones ocurren por el lado del Segmento Financiero que de 5,7% en 2008 se reduce a 0,6%, en el 2013, que representan solo el 11% de lo registrado en el 2008. La explicación que podría darse, es que teniendo el segmento financiero, fuentes de captación de fondos con menores costos, reflejados en tasas de interés, no ha tenido necesidad de recurrir al mercado de valores, que le representa un mayor costo de captación de fondos.

Mientras que en el Segmento Mercantil (empresas), la obtención de fondos en el mercado de valores, vía venta de obligaciones emitidas, puede representar ahorro en el costo financiero, al captar fondos más baratos en dicho mercado, por esta razón su comportamiento es diferente al del Segmento Financiero, registrándose incremento continuo, en las negociaciones bursátiles.

En efecto, las negociaciones bursátiles de renta fija del Segmento Mercantil, si observa crecimiento o sostenimiento, en la posición relativa,

como % del PIB, pasando de 0,9% en el 2008 a 1,1% y 1,5%, para el 2013 y 2014, respectivamente.

No obstante, al comparar la cifra de Ecuador, de 1,5% del PIB de transacciones de renta fija, del Segmento Mercantil, con las de Chile y Colombia, se observa atraso, Chile obtiene 14,8% del PIB, para el 2013 y Colombia 2,3% del PIB, para el 2014; según datos de la Bolsa de Comercio de Santiago y de la Bolsa de Valores de Colombia

3.5 COMPARACIÓN DEL FINANCIAMIENTO CON CAPTACIÓN DE FONDOS EN EL MERCADO BURSÁTIL VERSUS EL OBTENIDO CON INTERMEDIACIÓN BANCARIA.

Tradicionalmente en nuestro país las empresas o negocios se financian a través del Sistema Financiero Privado ó Público, conocido como intermediación bancaria y que se denominará simplemente IFIS.

En su fase inicial, sobre todo para negocios pequeños o Pymes, utilizar la intermediación financiera constituye la única forma de obtención de fondos, pero para empresas grandes y mediana que ya se han logrado un posicionado en el mercado y han adquirido prestigio, existe otra alternativa viable, el mercado bursátil, para lo cual deben obtener una calificación aceptable, obtener las autorizaciones respectivas, emitir e inscribir sus títulos de deuda en bolsa y posteriormente negociarlos.

A efectos de comparar la captación de fondos, que realizan las empresas, de esas dos fuentes de financiamiento, la de Intermediación financiera (IFIS) y la bursátil ó de Mercado de Valores (MV), es necesario realizar una revisión general del total de crédito que se mueve en nuestra economía, a través de las IFIS, para posteriormente segmentarlo y extrayendo del total, los créditos captados por aquel grupo de empresas o negocios, que también puede recurrir al MV

3.5.1 VOLUMEN DE CRÉDITO TOTAL EN ECUADOR

Los cuadros que se exponen a continuación, resume el total de créditos en el Ecuador del 2008 al 2014, tanto por las IFIS privadas como públicas

Tabla No.3.15

ECUADOR: CREDITO OTORGADO POR INSTITUCIONES FINANCIERAS PRIVADAS
(millones US\$)

Segmento	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Productivo Corporativo	4.526,0	5.692,9	7.519,7	8.847,9	10.458,8	12.083,5	12.892,0
Productivo PYMES	2.763,3	1.707,7	1.624,7	1.815,9	1.934,4	2.081,3	2.311,4
Microcred	1.389,8	1.372,3	1.829,6	2.118,9	2.305,1	2.279,7	2.588,7
Consumo	2.781,3	2.556,1	3.941,4	5.023,6	5.174,9	5.780,4	6.067,6
Vivienda	749,3	536,6	671,5	656,9	554,8	548,2	646,4
TOTAL IFIS PRIVADAS	12.209,8	11.865,6	15.586,9	18.463,2	20.427,9	22.773,1	24.506,0

FUENTE: www.bce.fin.ec, EVOLUCION VOL. CREDITO, SIST. FINANCIERO PRIVADO, Boletín N° 40, Dic-2014 y N° 1955, En-2015

ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

Tabla No.3.16

ECUADOR: CREDITO OTORGADOS POR INSTITUCIONES FINANCIERAS PÚBLICAS
(millones US\$)

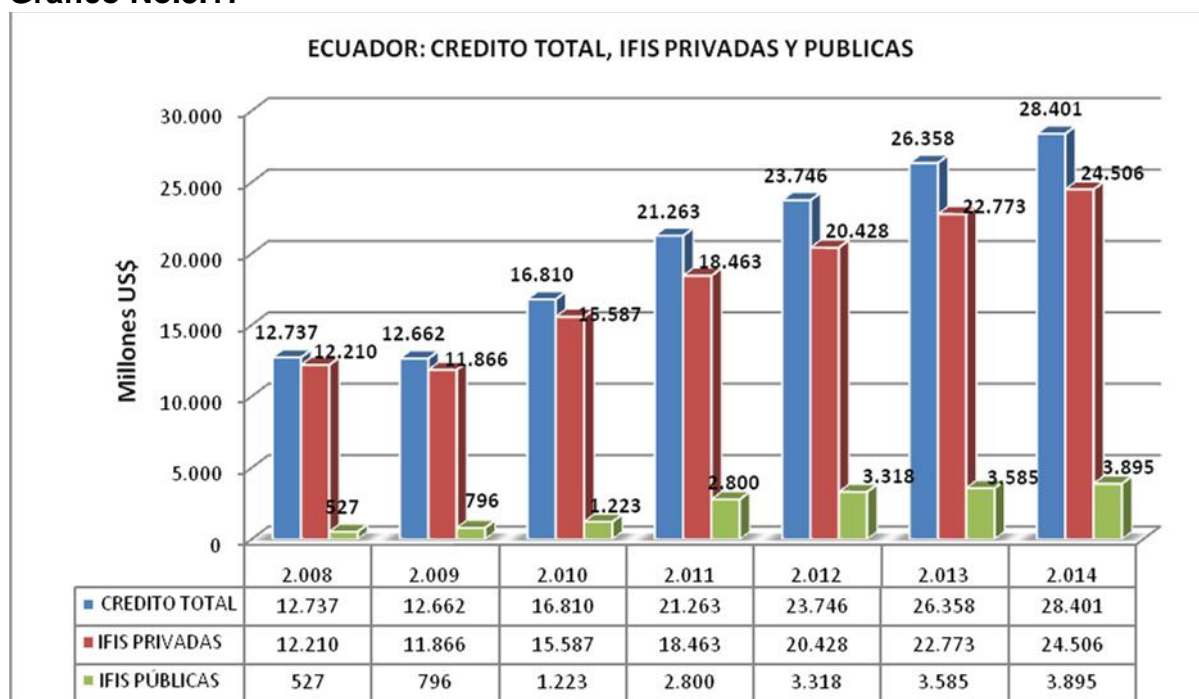
Segmento	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Productivo Corporativo	183,1	344,5	416,3	463,9	578,1	427,5	527,5
Productivo PYMES	263,2	370,4	309,5	402,9	202,1	203,1	153,3
Microcrédito	78,6	70,3	268,2	128,4	366,3	478,4	321,5
Consumo	2,5	10,6	114,8	1.038,1	1.235,5	1.374,9	1.724,8
Vivienda	0,0	0,0	114,4	766,4	935,9	1101,0	1168,0
TOTAL IFIS PÚBLICAS	527,4	795,9	1.223,2	2.799,7	3.318,0	3.584,9	3.895,2

www.bce.fin.ec, VOLUMEN CREDITO Y TASAS DE INTERES, BANCA PÚBLICA, Boletín N° 20, Dic. 2014

ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

Durante el período 2008-2014, los créditos totales, otorgados en Ecuador, crecieron 14,8%, en promedio anual. Para un mejor análisis y comparación, se preparó el siguiente gráfico:

Gráfico No.3.17



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración Freddy Ordóñez Alemán

El crédito otorgado por IFIS públicas creció a mayor velocidad (44,8%, promedio anual), que el otorgado por IFIS privadas (12,8%, promedio anual), esto por la destacada participación de los préstamos productivos de la CFN y los de vivienda del IESS. El gráfico siguiente permite visualizar en mejor forma lo comentado

El mayor peso de participación en los crédito lo registran las IFIS privadas con 89,7%, sin embargo dicha participación a venido reduciendo gradualmente, debido al gran impulso de las IFIS públicas, así de tan solo 4,1% de participación en el 2008, pasan a 13,7% en el 2013, como consecuencia del apoyo significativo dado por el gobierno actual, que a su vez ha contado con los recursos monetarios, originados sobre todo por la bonanza petrolera

3.5.2 EL CRÉDITO PRODUCTIVO EN EL ECUADOR

Respecto al destino del crédito, lo destacado lo registra el Sector Productivo, que engloba los segmentos Productivo Corporativo, Productivo PYMES y Microcrédito, que en conjunto participan con 69% promedio anual, en el período 2008-2014, el cuadro y grafico siguiente resume las cifras de crédito manejadas en esos segmentos

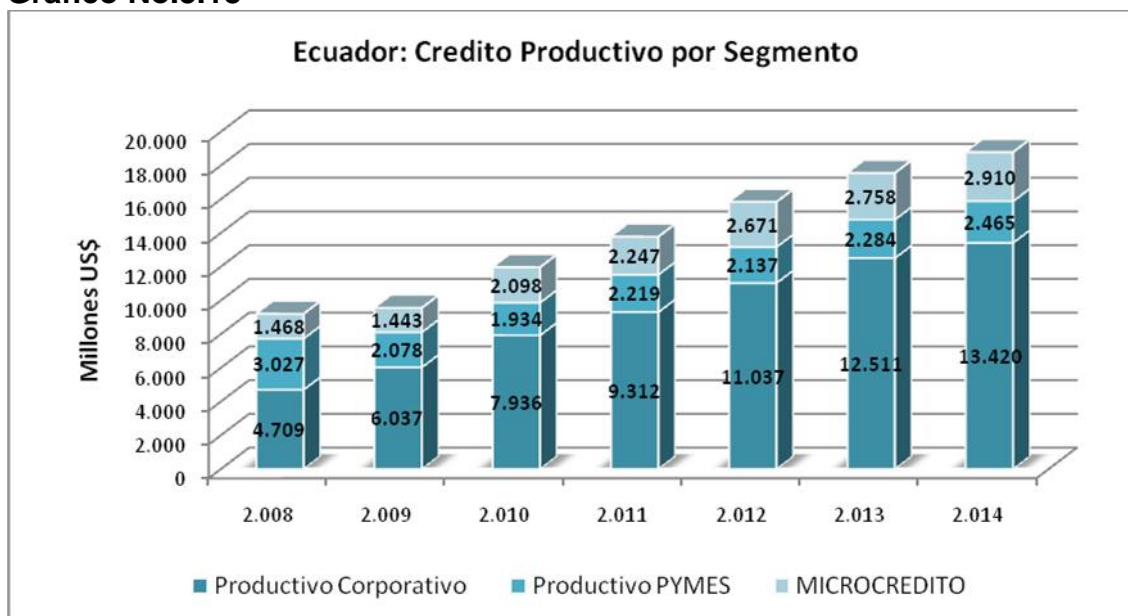
Tabla No.3.17

ECUADOR: CREDITO PRODUCTIVO TOTAL POR SEGMENTO

AÑO	En millones US\$						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Productivo Corporativo	4.709,1	6.037,4	7.936,0	9.311,8	11.036,9	12.511,0	13.419,5
Productivo PYMES	3.026,5	2.078,1	1.934,2	2.218,8	2.136,5	2.284,4	2.464,7
MICROCREDITO	1.468,4	1.442,7	2.097,8	2.247,3	2.671,3	2.758,1	2.910,2
CR PROD. AMPLIADO	9.204,1	9.558,2	11.968,0	13.777,9	15.844,8	17.553,5	18.794,4

Fuente: Banco Central, www.bce.fin.ec,
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Gráfico No.3.18



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración Freddy Ordóñez Alemán

La cifra más alta de los créditos productivos la obtiene el segmento Productivo Corporativo, que para el 2014 capta US\$ 13.420M, que

representan 71,4% de los créditos productivos y 47% del total de préstamos colocados por el sistema financiero ecuatoriano. En nuestra opinión las empresas beneficiarias de estos créditos también estarían en posibilidad de captar fondos en el Mercado de Valores, en consecuencia las cifras logradas por este segmento de Créditos Productivos Corporativos serían comparables con el financiamiento que obtiene el Segmento Mercantil, por emisión de títulos de deuda negociados en el Mercado Bursátil, lo cual se analiza en el siguiente punto.

3.5.3 CRÉDITOS DE IFIS VS BURSÁTIL PARA EL SECTOR PRODUCTIVO

El gráfico y cuadro que se presenta líneas abajo resume las cifras de financiamiento obtenido por las empresas del segmento empresarial productivo corporativo, tanto de Instituciones Financieras (privadas y públicas), como del Mercado Bursátil, durante el período 2008 – 2014.

Gráfico No.3.19



Fuente: Banco Central del Ecuador, Superint. de Compañías y Valores del Ecuador, www.bolsadequito.com
Elaboración Freddy Ordóñez Alemán

Tabla No.3.18

ECUADOR: FINANCIAMIENTO DE IFIS VS BURSÁTIL, AL SECTOR PRODUCTIVO CORPORATIVO

(millones US\$)

SEGMENTO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
FINANCIAMIENTO IFIS	4.709	6.037	7.936	9.312	11.037	12.511	13.420
FINANCIAMIENTO MV	558	664	829	894	1.078	1.074	1.539

Fuente: Banco Central del Ecuador, Superint. Compañías y Valores del Ecuador, www.bolsadequito.com

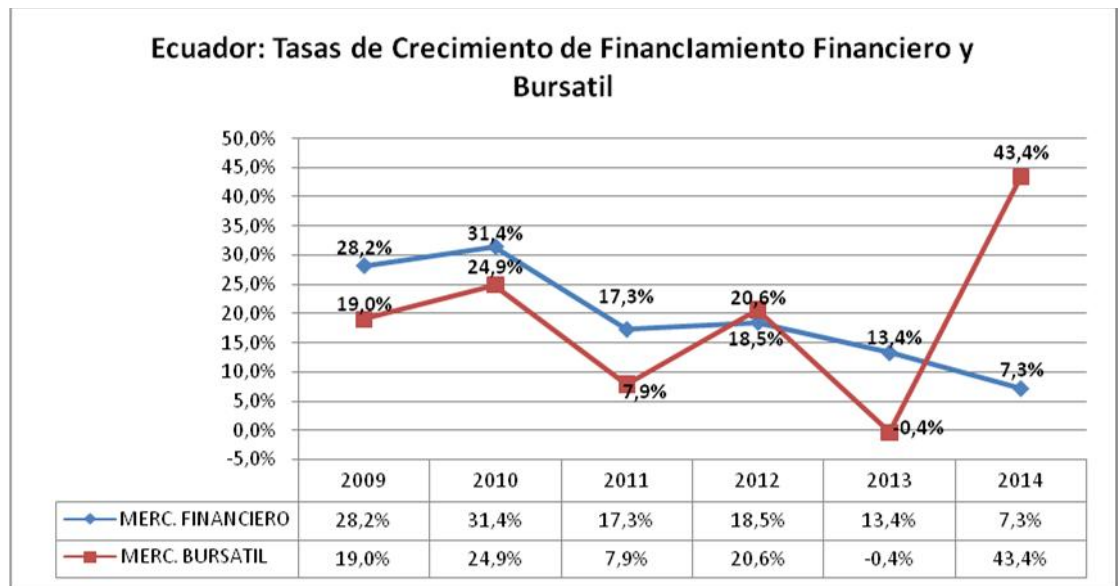
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Analizando el gráfico y cuadro anterior se observa, que tanto el financiamiento de IFIS como el del Mercado Bursátil presentan tendencias crecientes, pero el segundo registra un leve decrecimiento de US\$ 4M en el año 2013, alcanzando US\$ 1.074M, frente a US\$ 1.078M del año 2012. Adicionalmente se destaca lo siguiente:

Financiamiento de IFIS: Con promedio anual de US\$ 9.280M, crece en US\$ 8.711M, de US\$ 4.709M en el 2008 a US\$ 13.420 en el 2014, con promedio anual de US\$ 1.451M (19,4%). Su participación anual promedio es de 90,7%

Financiamiento de Mercado Bursátil: El promedio anual es US\$ 948M, crece US\$ 981M, de US\$ 558M en el 2008 a US\$ 1.539 en el 2014, con promedio anual de US\$ 163M (19,2%). La participación promedio anual es 9,3%.

Gráfico No.3.20

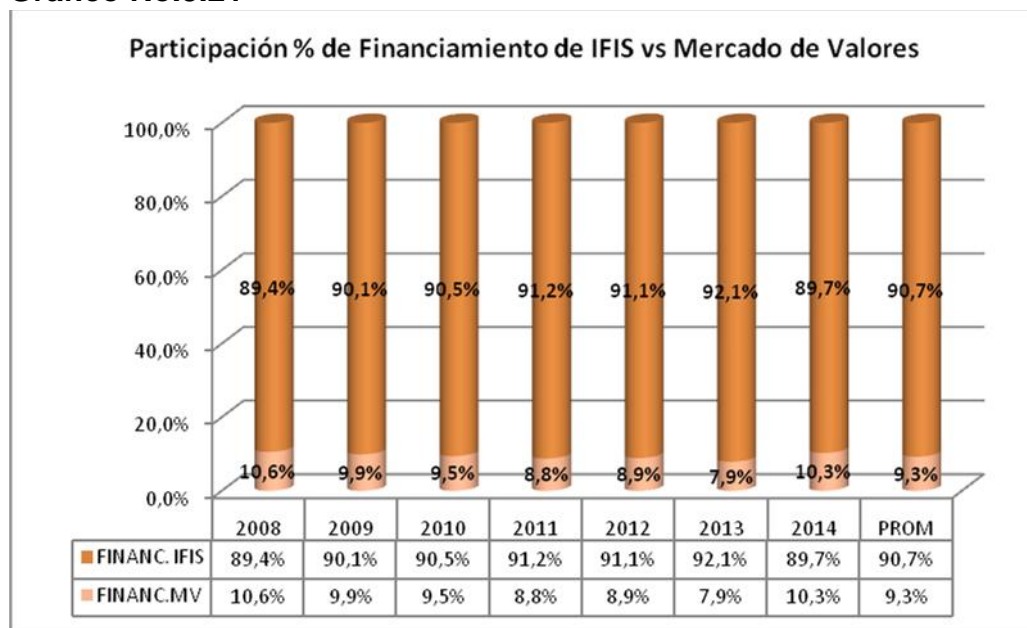


Fuente: Banco Central del Ecuador; Superintendencia de Compañías y Valores, www.bolsadequito.com
Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

El gráfico anterior permite visualizar las tasas de incremento de ambos tipos de financiamiento, los dos crecen a tasas superiores del 19% promedio anual, pero dicho promedio no es sostenido, así el financiamiento de IFIS crece con tasas de 28% y 31% en años 2009 y 2010, pero luego empieza a bajar terminando con 7% en el 2014. Mientras que para el financiamiento bursátil, su crecimiento registra altibajos, inclusive se da un decrecimiento de -0,4%, en el 2013; para al siguiente año 2014, se recupera significativamente subiendo 43,4%.

El gráfico siguiente permite analizar la participación del sector bursátil en el financiamiento del segmento empresarial productivo corporativo, la cual registra 9,3% de promedio anual, para el período 2008 - 2014

Gráfico No.3.21



Fuente: Banco Central del Ecuador; Superintendencia de Compañías y Valores, www.bolsadequito.com
 Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

3.5.4 TASAS DE INTERES (TEA) DE IFIS VS COSTO BURSÁTIL

Para poder tener una comparación completa del financiamiento obtenido a través de las Instituciones Financieras (IFIS) versus la captación de fondos en el Mercado Bursátil, es necesario también revisar el costo, expresado en las tasas de interés, de ambos sectores.

En el Ecuador las tasas (activas), de interés que cobran las IFIS, por los préstamos que otorgan a sus clientes, son reguladas por la Junta Bancaria, existiendo un tope máximo posible de cobrar. El análisis se realiza con tasas promedio, para cada segmento, por ser estas la real representación del costo del dinero

El cuadro que se muestra a continuación resumen las Tasas Efectivas Anuales (TEA), promedio, que las IFIS han aplicado en el país, en tres últimos años (2012 al 2014)

Tabla No.3.19

ECUADOR: TASAS DE INTERÉS (TEA) ACTIVAS DE IFIS PRIVADAS Y PÚBLICAS									
Tipo de Crédito	Tea Promedio Ifis Privadas			Tea Promedio Ifis Públicas			Tasas Máximas		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Productivo Corporativo	8,11%	8,14%	7,98%	8,06%	7,98%	7,99%	9,33%	9,33%	9,33%
Productivo Pymes	11,27%	11,30%	11,18%	9,15%	10,01%	10,13%	11,83%	11,83%	11,83%
Productivo Empresarial	9,59%	9,64%	9,58%	8,88%	9,00%	8,79%	10,21%	10,21%	10,21%
Microcrédito Minorista	28,76%	28,26%	28,53%	7,59%	8,38%	6,72%	30,50%	30,50%	30,50%
Microcrédito Acumulación Simple	25,36%	25,16%	25,11%	12,84%	12,58%	12,56%	27,50%	27,50%	27,50%
Microcrédito Acumulación Ampliada	22,85%	22,83%	22,42%	12,43%	12,48%	12,34%	25,50%	25,50%	25,50%

Fuente: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR Boletín N° 40, Dic. 2014, y Boletín N° 20, Dic. 2014

Elaboración: Freddy Ordóñez Alemán

Para el año 2014, es similar la tasa (7,99%), aplicada por IFIS Privadas a la tasa (7,98%), cobrada por las IFIS Públicas, a los créditos del Segmento Productivo Corporativo. Por ser ese el segmento que mayoritariamente negocian títulos de deuda en el mercado de valores, la tasa aplicada en esas negociaciones sería comparable con la tasa de interés aplicada por las IFIS, a sus clientes de dicho segmento.

El cuadro que se expone líneas abajo, presenta los promedios de tasas, con el que se han transado los títulos por obligaciones negociadas, para los tres últimos años, 2012 al 2014, tanto en las Bosas de Valores de Quito, como la de Guayaquil. Se aclara que dicha tasa ya que incluye el descuento, con el que en mayoría de los casos se negocia el papel.

Tabla No.3.20**ECUADOR: MERCADO BURSATIL, TASA DE INTERES (TEA) EN TRANSACCIONES**

Segmento	2012	2013	2014
Promedio General	7,88%	7,74%	7,85%
Segmento Comercial		7,75%	7,88%
Segmento Servicios		7,73%	8,09%

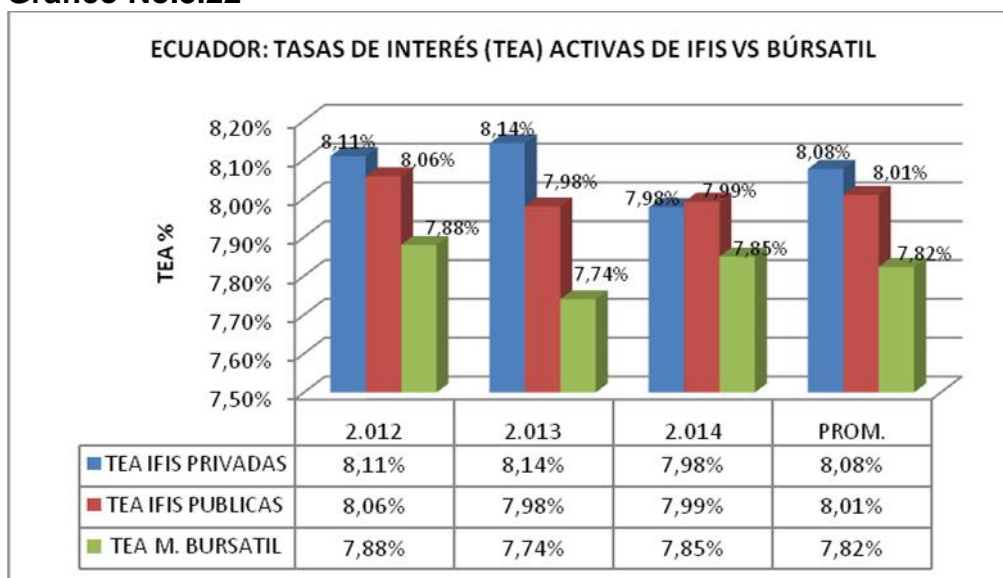
FUENTE: www.bolsadequito/inicio/boletines-mensuales/obligaciones/

ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

Con la información de las dos tablas anteriores, se preparó el gráfico adjunto, que resume el promedio de costo financiero, para los tres últimos

años 2012 al 2014, expresado en tasas de interés (TEA), aplicada en prestamos u obtención de fondos, para las empresas del segmento productivo, ya sea por IFIS privadas o públicas, así como la tasa de interés (TEA) aplicada en los títulos transados en el mercado bursátil

Gráfico No.3.22



FUENTE: Banco Central del Ecuador, Bolsa de Valores de Quito
 ELABORADO: Freddy Ordóñez Alemán

En el gráfico se observa, que la menor tasa de interés (TEA), de endeudamiento corresponde a la TEA del Mercado Bursátil, cuyo promedio para los tres últimos años es 7,82%. Dicha tasa concierne, a la tasa efectiva con la que se pactaron las negociaciones de compra - venta del títulos, entre el comprador (inversionista) y el vendedor (empresa emisora), actuando una Casa de Valores, como intermediario.

La Tasa de negociación de papeles de deuda, podría ser diferente a la tasa (nominal), que indica dicho título. En efecto, en la mayoría de los casos, dicho título se negocia con descuento, el cual se asimila con una mayor tasa de interés pactada. Por ejemplo un título podría salir al mercado con un valor nominal de 7%, pero en la compra venta se pacta al 8%, la aplicación de esa mayor tasa se refleja en el menor valor que

recibe por su título, En el capítulo siguiente se da un ejemplo de esa negociación

Adicionalmente, para colocar títulos de deuda en el Mercado Bursátil, el emisor debe incurrirse en costos adicionales, como gastos por estructuración y comisiones por negociación en Bolsa, los que representan alrededor de 3,18% del monto a emitir. Dichos costos se incurren al inicio del negocio bursátil. En términos de tasa efectiva anual (TEA), ese valor representa aproximadamente 1,50% adicional, por lo que la TEA promedio de las transacciones bursátiles se elevaría 9,32% (7,82%+1,50%)

Al comparar la TEA de 9,32%, de negociaciones bursátiles, con el promedio de 8,04%, cobrados por las IFIS privadas y públicas en créditos al segmento productivo corporativo, periodo 2012-2014, se obtiene la diferencia de 1,28%, que sería la diferencia por negociar títulos en el Mercado de Valores. No obstante, en afán de ser equitativos, debe adicionarse por lo menos 0.50% a los créditos de las IFIS, como costos por instrumentar garantías, por lo que la diferencia entre la TEA de los préstamos corporativos de IFIS y la TEA de transacciones en el mercado bursátil sería de 0,78%.

De lo anterior se podría concluir erróneamente que no es conveniente que las empresas acudan al mercado de valores para obtener fondeo, No obstante se observa que la mayoría de empresas representativas de nuestro país acuden al mercado bursátil en busca de fondos, ¿por qué?

Sin temor a equivocarse se pueden agregar dos considerandos no expuestos anteriormente:

- De cálculos anteriores existiría un aparente menor costo financiero del fondeo mediante IFIS 8,54%, del obtenido en transacciones bursátiles

9,32%. Sin embargo en ese cálculo no se toma en cuenta el costo del inmovilizado de depósitos de reciprocidad, que la mayoría de IFIS, piden para la concesión de sus créditos, la cual es entre el 10% y 15%. Considerando solo 10% de reciprocidad, sobre la TEA de 8,04%, se obtiene una nueva Tasa de interés TEA, de 8,93%, a la cual habría que adicionarle 0,50% de gastos por formalizar garantías, con lo que **el costo de fondos de las IFIS, sube a 9,43%, que es mayor al 9,32%, que se obtiene por emitir y vender títulos en el Mercado de Valores.**

- Por otro lado, las IFIS son muy exigentes en garantías, establecen un ratio de cobertura mínimo de 1,4 veces en relación a la cantidad prestada. Obviamente en la mayoría de los casos, ese ratio sube a dos. Adicionalmente son muy selectivos de los bienes objeto de garantía, esto hace que muchos activos, sobre todo los corrientes, no sean susceptibles de tomar en garantía. En oposición, muchas emisiones de deuda, que se negocian en el Mercado Bursátil, se respaldan en el 80% de Activos no pignorados, donde si son aceptados en garantía, activos como inventarios, cuentas por cobrar, mobiliario, equipos de cómputo, rechazados por las IFIS.

La nueva Ley de Fortalecimiento del Sector Societario y Bursátil, que modifica la actual Ley de Mercado de Valores, con el propósito de desarrollar e impulsar el negocio bursátil en nuestro país, introduce el Registro Especial Bursátil, para que en dicho registro se manejen inscripciones de títulos, emitidos por Pymes, y organizaciones de la economía popular y solidaria, por lo que se hace necesario identificar el costo financiero o interés que vienen pagando las Pymes en los prestamos otorgado por las IFIS.

Revisando la tabla No.3.20 se observa que, en el año 2014, las Pymes pagan a las IFIS interés de hasta 11,83%, que la TEA promedio cobrada por las IFIS privadas fue de 11,18%, mientras que las IFIS públicas,

cobraron una tasa menor, 10,13%. La TEA promedio general es de 10,66%. Comparando esta tasa con la de 7,85%, promedio para el 2014 en transacciones bursátiles, se puede inferir que para ese segmento fácilmente se podría esperar tasas cercanas al 10%, que serían fácilmente asimilables para las Pymes y atractiva, para el inversionista, que tendría una mayor rentabilidad por el mayor riesgo asumido, por colocar fondos en empresas que no cuentan con una gran estructura empresarial y adecuado gobierno corporativo.

Para ratificar lo comentado, a continuación un resumen de las tasas de interés pasivas, esto es en la captación del ahorro.

Tabla No.3.21

Ecuador: TEA en Depósitos a Plazo de más de 360 días				
ENTIDAD (IFI)	30 Diciembre 2013		30 Diciembre 2014	
	TEA	% partic.	TEA	% partic.
BANCOS PRIVADOS	6,26%	46,46%	5,96%	60,12%
COOPERATIVAS	9,48%	21,19%	9,30%	28,33%
MUTUALISTAS	6,64%	0,97%	6,71%	2,10%
SOCIEDADES FINANCIERAS	6,72%	30,95%	7,21%	9,45%
TARJETAS DE CRÉDITO	6,63%	0,43%	-	0,00%
SISTEMA FINANCIERO NACIONAL	7,09%	100,00%	7,04%	100,00%

FUENTE: www.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/
ELABORADO: Freddy Ordóñez Alemán

El cuadro resume las tasas de interés pasivas, que pagaban las IFIS, a fines de los años 2013 y 2014, en depósitos a plazos de más de 360 días, que es la máxima tasa de rendimiento que recibe un inversionista, por su dinero entregado a las IFIS, sin que cause retención por Impuesto a la Renta. Se observa que la tasa promedio de rendimiento fue de 7,09% y 7,04%, para fines de año 2013 y 2014, respectivamente. En el mejor de los casos con Cooperativas, esto es con mayor riesgo, el rendimiento fue de 9,48% y 9,30%, para los períodos indicados. De esta forma se demuestra que vía mercado de valores, con intervención de las PYMES, el inversionista podría obtener un rendimiento mayor, estimado en 10%

3.6 IDENTIFICACIÓN DE LOS PROBLEMAS E INCONVENIENTES QUE TIENE EL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR PARA SU DESARROLLO.

- 1) Falta de difusión y conocimiento sobre la posibilidad que tienen las empresas de crear financiamiento mediante operaciones bursátiles.
- 2) Empresarios temen o tienen recelo de acudir al Mercado de Valores, porque temen los controles y hacer pública su información.
- 3) La educación financiera de la mayoría de la población es deficiente, conceptos como mercado de valores, transacción bursátil, rentabilidad financiera, no son de un lenguaje común.
- 4) En los hogares no existe cultura de ahorro. Tampoco su situación económica les permite ahorrar.
- 5) En el país, no existe o es incipiente la Administración de Fondos Previsionales, manejados por entes privados, como ocurre en Chile, Colombia y Perú.
- 6) Muy pocas empresas ofertan sus acciones en bolsa, quizás esto obedece a que la mayoría de las empresas en nuestro país son familiares.
- 7) Otro hecho que estaría desincentivando la inversión en acciones, es que las instituciones del Estado que tienen jurisdicción coactiva, con el objeto de recaudar sus acreencias, están demandando a sus accionistas (inclusive minoritarios) y sus parientes hasta el cuarto grado de consanguinidad y segundo de afinidad, por el no pago de deudas de las empresas en las que son accionistas. Esto bajo el amparo de la ley Orgánica para la Defensa de los Derechos de los Trabajadores, publicada en Segundo Suplemento de Registro Oficial N.797, 26 septiembre 2012.
- 8) En consecuencia el Mercado Bursátil del Ecuador es de Renta Fija, su participación promedio en el total fue de 91%, del 2008 al 2014
- 9) El Mercado de Valores es elitista, participan casi exclusivamente, empresas grandes.

- 10) Lo anterior conduce que la oferta de títulos valores sea inferior a la demanda.
- 11) La democratización del Mercado de Valores, que se intenta con las nuevas reformas a la ley, podría ampliar la base de ofertantes, al incorporar a las Pymes y empresas del Sector de Economía Popular.
- 12) Dos Bolsas de Valores de (Quito y Guayaquil), actuando en un mercado pequeño, es demasiado, por lo que se sugiere una fusión.

CAPITULO No.4

SIMULACIÓN DE OBTENCIÓN DE FINANCIAMIENTO DE UNA EMPRESA RECURRIENDO AL MERCADO DE VALORES

Para poder emitir papeles de deuda, sean estos obligaciones, titularizaciones o papeles comerciales, la empresa interesada debe obtener asesoramiento de un agente estructurador, que normalmente es una Casa de Valores, que la conducirá en el desarrollo del “proceso de emisión”, que implica el reunir y entregar información, sobre todo de índole financiera y legal, así como ejecutar actividades con Calificadora de Riesgo, Notario, Superintendencia de Compañías, Representante de los Obligacionistas, Agente Colocador Agente Pagador, etc.

Los proceso de emisión de títulos valores tienen características similares, existe una diferencia entre la emisión de obligaciones y las titularizaciones, ya que estas últimas tienen garantías específicas (cartera, flujos futuros), que se establecen en un fideicomiso (patrimonio autónomo), debiendo señalar una fiduciaria, encargada de administrar dicho activo.

Se ha escogido la emisión de obligaciones, para poder explicar el proceso de emisión de títulos valores, de una empresa y su colocación en el Mercado de Valores.

4.1 PARTICIPANTES EN UN PROCESO DE EMISIÓN DE TÍTULOS

Los intervinientes dentro de un proceso de emisión son:

- **Agente Asesor y Estructurador:** Por Ley debe ser una Casa de Valores, que según nueva normativa podrá constituirse en Banco de Inversiones.

Es la entidad encargada de asesorar a la empresa y conducirla por todo el proceso de emisión y su relación con los otros entes participantes. También recomendará la conveniencia de realizar la emisión de formar cartular (física) o desmaterializada.

- **Calificadora de Riesgo:** Empresa que brinda una calificación o dictamen al público, sobre la situación de la empresa y la capacidad de pago de las obligaciones.
- **Agente Negociador o Colocador:** Es la Casa de Valores que vende, en las Bolsas de Valores, los títulos de la emisión.
- **Agente Pagador:** Es la institución que paga o cancela a los inversionistas el capital e intereses de las obligaciones. En el caso de emisiones cartulares (físicas), se recomienda contratar los servicios de un banco como agente pagados. Si la emisión se estructura de forma desmaterializada ese servicio lo brinda directamente el DECEVALE.
- **Representante de los Obligacionistas:** Institución que representa y vigila que la empresa se mantenga en marcha y preserve la capacidad de pago a los inversionistas. Generalmente este servicio lo brinda un estudio jurídico.
- **Superintendencia de Compañías y de Valores:** Organismo regulador y de control del estado, que revisa y otorga la autorización de la emisión. Registra las empresas y títulos valores a emitirse. Controla periódicamente a los entes emisores.
- **Bolsas de Valores:** Son dos una en Guayaquil (BVG) y otra en Quito, son entidades particulares, autónomas donde se tranzan los títulos valor, previa inscripción, actuando obligatoriamente como intermediario o agente, una Casa de Valores

4.2 DESCRIPCIÓN DE PASOS SECUENCIALES PARA UNA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

1) Contacto de potencial emisor con Casa de Valores:

La empresa interesada en emitir títulos de deuda, para futura venta en el Mercado Bursátil, debe obtener asesoramiento de una Casa de Valores, que actuará como agente estructurador y la conducirá en el desarrollo del “proceso de emisión”, que presentará documentación y cumplirá requisitos ante diferentes organismos tales como, Calificadora de Riesgo, Notario, Superintendencia de Compañías, Representante de los Obligacionistas, Agente Pagador, etc.

2) Presentación de información a Casa de Valores: Que incluye:

- Entrega de Estados financieros auditados al 31 de diciembre de los 3 últimos ejercicios económicos, y 30 días antes de fecha de presentación, los cuales deben incluir: Balances General, Estado de Resultados, Estado de Flujo de Efectivo y Estado de Evolución Patrimonial.
- Detalle de Pasivos con costo, incluyendo tablas de pago
- Políticas de comercialización, y plazos de crédito otorgados.
- Proyecciones Financieras y Flujo de Caja para próximos de 3 a 5 años, según se establezca el plazo de emisión.
- Listado de Activos con gravamen, con su valor contable a fecha de corte de última información financiera presentada

3) Evaluación inicial: Para conocer si la potencial emisora de títulos valores califica y definir monto posible a emitir, la Casa de Valores, con la información detallada en el punto anterior, procederá a realizar una

evaluación inicial o precalificación, que incluye principalmente lo siguiente:

- Análisis financiero Horizontal, vertical y cálculo de principales ratios
- Revisión de flujo de fondos, con el propósito de identificar las principales fuentes de efectivo de la empresa, su dependencia de terceros y sobre todo conocer si su capacidad de pago de la deuda actual y futura
- Comparación de Valor de los Activos Netos Totales (Valor en libros) versus Activos Gravados, a efectos de determinar el Valor de los Activos Libres de Gravamen y el 80% de este valor como monto máximo a emitir, respaldado en garantía general
- Análisis F.O.D.A. (Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas)

4) Conclusión de evaluación y recomendación de monto a emitir:

Basado en análisis, de la documentación indicada anteriormente, se genera informe donde se exponen conclusiones relativas a los siguientes puntos:

- Diagnóstico de situación financiera y general de la empresa.
- Monto adecuado y recomendado para la emisión.
- Forma de emisión sugerida (tipo, montos, plazos, tasas de interés, garantías, colocación, etc.).
- Figuras y estrategias para la emisión, señalando entidades que intervienen (Calificadora de Riesgo, Representante de Obligacionistas, Agente Colocador, Agente Pagador) en cada etapa, así como recomendación para elegir dichas entidades participantes
- Estimación de costos, por honorarios de cada participante y forma de pago

5) Obtención de la Calificación de Riesgos:

La calificación de riesgos se solicita por parte de la empresa en coordinación con el estructurador (Casa de Valores), para lo cual deberá entregarse información actualizada complementaria, a la ya entregada, para la evaluación preliminar, principalmente en lo relacionado a anexos de estados financieros, plazos de ventas, plazo en compras, premisas de Flujo de Caja, evolución del negocio, administración, gobierno corporativo, posicionamiento de mercado, proceso productivo, etc. La calificadora de riesgo emite una opinión dada a través de calificación alfabética (A-B-C) donde expresa al público en general su criterio a cerca de la empresa, la situación operacional, entorno y fundamentalmente la capacidad de pago del emisor.

Se debe iniciar este proceso de calificación preferentemente al inicio de un proceso de emisión, pues esta etapa es la que más tiempo ocupa y su aplicación anticipada permitiría recibir el dictamen antes de terminarse el prospecto de oferta pública, situación necesaria pues la calificación de riesgo se debe incluir obligatoriamente dentro del prospecto de la emisión.

6) Elaboración de Prospecto de Oferta Pública para la emisión:

Terminada la evaluación inicial, obtenida la Calificación de Riesgo y una vez obtenida por parte de la Junta de Accionistas, la autorización para realizar la emisión, así como haber elevado a escritura pública el negocio de emisión, donde se detallan la características de los títulos a emitir, se procederá a desarrollar el prospecto de oferta pública para la emisión de obligaciones.

Toda oferta pública de valores (obligaciones) deberá ser aprobada por la Superintendencia de Compañías y de Valores. La información necesaria para estructurar el prospecto de oferta pública se indica en los

requerimientos de dicho ente de control, no obstante se detalla en punto separado

7) Autorización de emisión por Superintendencia de Compañías

Para la aprobación de la emisión de obligaciones, mediante oferta pública, se requiere la autorización de la Superintendencia de Compañías y de Valores, quien exigirá previamente que cumplan con los siguientes requisitos:

- Obtención de la calificación de riesgo de las obligaciones a ofertarse.
- Inscripción de la empresa como emisor privado del sector no financiero.
- Elaboración del prospecto de oferta pública de obligaciones.
- Inscripción de los valores (obligaciones) en el registro de mercado de valores.

8) Inscripción de la empresa como Emisor Privado:

Este requerimiento se tramitará ante la Superintendencia de Compañías y de Valores, una vez recibida la autorización de la empresa que desee emitir obligaciones.

9) Inscripción de las Obligaciones:

Para la inscripción de obligaciones amparadas con garantía general o específica, se presentará a la Superintendencia de Compañías y Valores los siguientes documentos:

- Copia certificada de la escritura pública de emisión, inscrita en el Registro Mercantil.
- Copia del prospecto de oferta pública.
- Certificación de la calificación de riesgo.

- Formato de correspondiente título.
- Documento descriptivo de las condiciones de oferta, sistema de colocación y distribución.

Una vez cumplido el proceso de inscripción, la Superintendencia de Compañías y Valores extenderá un certificado en el que conste el correspondiente número de inscripción en el Registro de Mercado de Valores, el mismo que la emisora imprimirá en el respectivo título.

Posteriormente también se procederá a inscribir, los títulos valores a emitir, en las respectivas Casas de Valores de Guayaquil y Quito

10) Estimación de Tiempos Globales en Proceso de emisión

La estructuración de una emisión de obligaciones puede realizarse en un tiempo estimado no menor a 10 semanas (2 1/2 meses). A continuación se resumen estos tiempos, para lo cual se unifican algunas etapas, que pueden ser desarrolladas simultáneamente:

Tabla No.4.1, Estimación de Tiempos Globales en Proceso de emisión

ORDEN DE ETAPAS	INTERVINIENTES (Para Emisión)	ETAPAS A DESARROLLARSE	TIEMPO (Semanas)
1	Estructurador - Casa de Valores	Evaluación Inicial/Estructuración	2
2.1	Calificadora de Riesgos	Calificación de Riesgos	3
2.2	Casa de Valores/Supercias.	Inscripción como Emisor	0,5
2.3	Casa de Valores	Preparación del Prospecto	2
3	Casa de Valores	Aprobación Emisión: Supercias.	2
4.1	Casa de Valores	Inscripción Emisión Supercias -BVG	0,5
4.2	Bolsas de Valores	Autorización Venta-BVG	
TOTAL TIEMPO ESTIMADO EN SEMANAS			10

FUENTE: ADVFINSA, CASA DE VALORES
ELABORACION: FREDDY ORDÓÑEZ ALEMÁN

4.3 CONTENIDO DEL PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA

El prospecto de oferta pública para la emisión primaria de obligaciones contendrá al menos:

a) Información general:

1. Nombre del Emisor;
2. Número del R.U.C.;
3. Fechas de otorgamiento de la escritura pública de constitución e inscripción en el Registro Mercantil;
4. Plazo de duración;
5. Domicilio principal de la compañía, con la indicación de la dirección, teléfono y fax de la oficina principal y de las sucursales si las tuviere;
6. Objeto social;
7. Capital suscrito, pagado y autorizado de ser el caso;
8. Número de acciones, clase, valor nominal de cada acción y series;
9. Nombres y apellidos de los principales accionistas propietarios de más del diez por ciento de las acciones representativas del capital suscrito de la compañía, con indicación del porcentaje de su respectiva participación;
10. Plazo dentro del cual se otorgará la escritura de fundación; y
11. Política de dividendos prevista para los próximos tres años.

b) Características de la emisión:

1. Fecha del acta de junta general de accionistas o de socios que hayan resuelto la emisión;
2. Monto y plazo de la emisión;
3. Indicación de la unidad monetaria en que se represente la emisión;
4. Número y valor nominal de las obligaciones que comprende cada serie;
5. Indicación de sí las obligaciones serán a la orden o al portador;

6. Tasa de interés y forma de reajuste, de ser el caso;
7. Fecha a partir de la cual el tenedor de las obligaciones comienza a ganar intereses;
8. Indicación de si los títulos llevarán cupones para el pago de intereses. En este caso los cupones deberán indicar su valor o la forma de determinarlo, la fecha de vencimiento y el número de serie;
9. Plazo y forma de amortización, lugar y modalidad de pago e indicación del agente pagador, si lo hubiere;
10. Clase de garantía;
11. En caso de que la garantía sea específica, el detalle de bienes o cauciones que la conforman; monto estimativo y fundamento de la estimación;
12. Si la garantía consistiera en flujos de fondos, deberá señalarse el nombre del fiduciario;
13. Tratándose de emisiones convertibles en acciones se deberá especificar los términos en que se realizará la conversión;
14. Nombre del representante de los obligacionistas;
15. Resumen del convenio de representación y su número de inscripción en el Registro del Mercado de Valores;
16. Descripción del sistema de colocación o underwriting con indicación del responsable de la colocación o underwriter si lo hubiera;
17. Destino de los recursos a captar; y,
18. Número y fecha de Resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la oferta pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

c) Información económica financiera:

1. Descripción del entorno económico en que ha venido desarrollando y desarrollará sus actividades;

2. Estados consolidados y actualizados de situación, de resultados, de cambios en la situación patrimonial y flujo de fondos correspondientes a los tres últimos ejercicios económicos auditados;
3. Descripción de los principales activos improductivos y productivos existentes a la fecha, con indicación de las adquisiciones y enajenaciones de importancia realizadas en el último ejercicio económico.
4. Por lo menos los siguientes indicadores económicos-financieros: liquidez, prueba ácida; endeudamiento; total de activos con indicación de las inversiones y enajenaciones de importancia realizadas; volumen de ventas en unidades físicas y monetarias; costos fijos y variables; utilidad operativa; gastos financieros; utilidad antes de impuestos; utilidad neta; utilidad por acción e ingresos no operacionales; por los 3 últimos ejercicios económicos y,
5. La calificación actualizada, emitida por una calificadora de riesgo.

Posterior a la presentación completa del prospecto de oferta pública para la emisión de obligaciones, La Superintendencia de Compañías de no existir ningún inconveniente, deberá aprobarlo mediante resolución en un plazo estimado de 2 semanas.

4.4 CASO DE EMPRESA QUE OBTUVO FONDOS CON EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA, NEGOCIADOS EN EL MERCADO DE VALORES

La empresa, utilizada para caso de estudio, a efectos de ejemplarizar un proceso de emisión de obligaciones, es Mamut Andino C.A. Sus datos, expuestos aquí, son públicos, obtenidos del Prospecto de Oferta Pública, 1ra emisión de Obligaciones de Mamut Andino C.A., sitio web de Superintendencia de Compañías www.supercias.gob.ec **(C.A., 2012)**

Se escogió a Mamut, como caso de estudio, porque el autor de la Tesis, fue colaborador de dicha empresa, hasta Octubre de 2013 e intervino

directamente en el proceso de emisión de obligaciones, que realizó Mamut en Septiembre de 2012

Es conveniente aclarar, que lo expuesto líneas abajo, es un extracto resumido del prospecto de emisión de obligaciones, (C.A., 2012), el cual en algunas partes ha sido modificado, utilizando preferente información original, que el suscrito posee.

1) Características de la emisión de Obligaciones de Mamut

La siguiente tabla presenta las características de la emisión de Obligaciones de Mamut, según el Prospecto de Oferta Pública de Obligaciones emitidas:

Tabla No.4.2, Características de la emisión de Obligaciones de Mamut

Monto:	US\$ 7.000.000,00
Tasa:	7% fija anual
Garantía:	General
Plazo:	Clase A: 1.800 días y Clase B: 2.160 días
Número de Cupones:	Clase A: 20 de capital y 20 de interés Clase B: 24 de capital y 24 de interés
Valor Nominal del Título:	US\$ 20.000
Sistema de Colocación:	Bursátil o Extrabursátil
Destino de los Fondos:	Pago: Cada 90 días (capital e intereses). Base 360/360
Destino de los Fondos:	40% para pagar pasivo de un costo mayor o plazo menor y 60% para Capital de Trabajo
Agente Pagador:	MAMUT ANDINO C.A
Lugar de Pago:	Oficinas del DECEVALE a nivel nacional.
Calificación de Riesgo:	"AA+", realizada por Calificadora de Riesgo Humphreys
Aprobación Supercias:	Resolución No. SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.12.0005084, Septiembre 3 de 2012

FUENTE: Mamut Andino C.A.

ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

2) Breve información del Emisor:

Nombre: Mamut Andino C.A.

Objeto Social: Realizar transporte de carga pesada y extra pesada, por vía terrestre nacional e internacional

Capital Social: US\$ 4'449.000

N° de empleados: 290

Dirección: Calle Santa Ana s/n y Av. José Rodríguez Bonín, al lado de Consulado USA

3) Evolución de la empresa:

Mamut Andino C.A. ha tenido como actividad principal desde 1976 el transporte por vía terrestre de carga pesada., alquiler/operación de grúas y equipos especiales de elevación de carga y transporte.

Forma parte de un grupo de empresas dedicadas a atender negocios complementarios, incluyendo Concerroazul S.A., dedicada a la construcción, movimiento de tierras, explotación de canteras y alquiler de equipos pesados, y Rematec S.A., destinada a mantenimiento y reparación de automotores, maquinaria para la construcción, equipos de transporte, etc.). Desde mediados del 2010 incursionó en el mercado peruano, con Mamut Perú SAC

Con una trayectoria de 35 años, Mamut ha participado en grandes proyectos y obras de interés colectivo, básicamente en los sectores Cementeros, Energéticos, Eléctricos, Construcción, Cerveceros, Transporte, Maderero, Petrolero y Minero, especializándose en la cobertura de necesidades de logística para transporte de carga a granel, pesada, extrapesada y sobredimensionada; manipulación y elevación de carga mediante el alquiler u operación de grúas telescópicas, telehandlers

y torres grúas; así como participación en proyectos de construcción montaje y desmontaje de maquinaria Industrial.

Para realizar sus operaciones, Mamut cuenta con una flota de más de 330 unidades (tractocamiones, camiones, grúas, plataformas, cisternas, etc.), que le permiten proveer el servicio. Para proveer el servicio se realizan contratos especialmente cuando se trata de alquiler de equipo y operación logística, uno de sus principales contratos lo tiene con Dinadec S.A. Distribuidor autorizado por la Cervecería Nacional, con quien maneja la Logística de carga, alquiler de equipos y transporte de los productos de Cervecería Nacional.

4) Del Sector en que se desarrolla el negocio y Análisis de la Empresa

La implementación del plan de construcción de carreteras en el territorio nacional realizada por el Gobierno Central, junto al desarrollo de otros proyectos de iniciativa pública y privado y, un precio del petróleo por encima del valor establecido en el presupuesto nacional, han apuntalado parte del desarrollo económico del país reflejado en un PIB del 7.8% global; lo que le ha permitido también un mayor movimiento en el sector de transporte y almacenamiento cuyo crecimiento es del 6.1% en el 2011, sector que dio origen de forma directa al 65.5% de los ingresos del emisor en ese año.

5) Mercado de transporte de carga pesada, en el que participa Mamut Andino:

La principal actividad de Mamut Andino es la de transporte, específicamente la de transporte de carga pesada y extrapesada, por lo que se analiza el mercado de transporte en el Ecuador y el parque automotor destinado a esta actividad.

El Instituto Nacional de Estadísticas y Censos INEC, emite anualmente el documento “Anuario Estadísticas de Transporte”, según edición del 2010, se registran para ese año 1'1171.924 vehículos motorizados matriculados, de los cuales 9.501 corresponden a trailers o cabezales, clase en la que participa Mamut.

Tabla No.4.3

ECUADOR: NÚMERO DE TRAILER POR USO

AÑO	VEHICULOS TRAILERS (cabezales)			% Particular	% Alquiler
	Total (*)	Particular	Alquiler		
2,007	3,834	3,521	313	91.8%	8.2%
2,008	6,758	6,024	734	89.1%	10.9%
2,009	4,434	3,591	843	81.0%	19.0%
2,010	9,330	7,865	1,465	84.3%	15.7%

(*) No incluye Vehículos del Estado y Municipales

FUENTE: ., Calificadora de Riesgos Humphreys

ELABORACIÓN: Freddy Ordóñez Alemán

Tabla No.4.4

ECUADOR: NÚMERO DE TRAILER POR CAPACIDAD DE CARGA

ESTIMACIÓN LOS DE USO DE ALQUILER, PARTICIPACIÓN DE MAMUT

AÑO	VEHICULOS TRAILERS (cabezales)			Alquiler Sobre 15 1/2 Ton.	Vehículos de Mamut	% Particip. de Mamut
	Total (*)	Sobre 15 1/2 Ton.				
2,007	3,865	3,022	78%	245	110	44.9%
2,008	6,798	4,171	61%	450	88	19.5%
2,009	4,474	3,448	77%	650	110	16.9%
2,010	9,501	5,051	53%	779	113	14.5%

(*) No incluye Vehículos del Estado y Municipales

FUENTE: ., Calificadora de Riesgos Humphreys S.A

ELABORACIÓN: Freddy Ordóñez Alemán

Las estadísticas de transporte del INEC también categoriza vehículos de carga por su capacidad en toneladas, dentro de esta categorización se considera que a Mamut le corresponde al rango de 15 ½ Toneladas y más. El INEC también presenta una clasificación de acuerdo al uso

(particular, alquiler, estado y municipal), ubicándose Mamut dentro de la clase de alquiler. El resumen de estas agrupaciones se presenta en cuadros adjuntos, estableciéndose que Mamut participa con 15% en el Mercado de Alquiler de Trailers.

6) Mercado de alquiler de grúas y equipos para la construcción

El INEC no registra cifras de alquileres de grúas, ni del parque existente para esos equipos. El sitio web de la Superintendencia de Compañías, que agrupa por CIU los datos financieros e índices de gestión. Para el año 2010, en la subrama N773 “Alquiler de otros tipos de maquinarias y bienes tangibles”, indica que existen 141 empresas, que reportan ingresos por ventas por US\$ 99'237.773. Comparando esta cifra con las ventas de Mamut US\$ **2'464.984**, en ese año, se tendría 2,5% de participación de Mamut en ese mercado. Los competidores más destacados en el alquiler de grúas son Noroccidental, Grúas Atlas, Quintana, Villalva y Yandum.

7) Ventas Históricas:

La línea de negocios que mayores ingresos le reporta a Mamut es la de transportes, al aportar con 66% en el año 2011. Dentro de esta actividad destaca el transporte de cerveza (26%), transporte de cemento (16%), transporte de gráneles puerto (8%) y transporte de clinker – puzolana (5%), el primero para grupo Cervecería Nacional, el segundo y tercero para Holcim Ecuador, y el último para su filial Concerroazul. También se tiene Transportes Especiales (8%), en la que se realiza el transporte de maquinaria y elementos prefabricados, mayormente importados, desde los puertos del país hacia los diferentes sitios del Ecuador, para la ejecución de proyectos industriales, petroleros, energéticos, viales, etc.

Tabla No.4.5

MAMUT ANDINO C.A.: VENTAS EN US\$								
SERVICIO – PRODUCTO	2007	2008	2009	2010	2011	En-My 2012	%2011	%2012
TRANSPORTES								
TR. DE CERVEZA (Alquiler Equipo.)	0	2,654,647	5,312,663	6,328,266	7,234,927	2,944,095	25.6%	27.2%
TR. DE CEMENTO	3,039,818	3,397,387	3,776,490	3,832,777	4,540,927	2,169,048	16.1%	20.0%
TR. ESPECIALES Y GENERALES	1,267,775	1,299,908	1,749,291	1,492,291	2,241,503	885,457	7.9%	8.2%
TR. GRANELES PUERTO	896,265	844,827	1,903,511	1,308,050	2,276,247	889,418	8.1%	8.2%
TR. DE CLINKER/PUZOLANA (Alquiler Eq.)	2,554,259	2,622,820	2,685,205	2,236,336	1,453,956	628,869	5.1%	5.8%
TR. DE ARIDOS	1,343,297	702,150	597,897	292,944	66,312	31,073	0.2%	0.3%
TR. VARIOS	202,171	91,981	256,639	494,992	739,155	128,605	2.6%	1.2%
Suma Transportes	9,303,585	11,613,720	16,281,697	15,985,656	18,553,027	7,676,564	65.6%	70.9%
ALQUILERES								
ALQUILER DE GRUAS	1,412,855	1,974,737	2,193,986	2,143,749	3,481,338	1,654,083	12.3%	15.3%
ALQUILER DE EQUIPOS	249,636	35,160	569,123	321,235	1,879,784	450,649	6.7%	4.2%
Suma Alquileres	1,662,491	2,009,897	2,763,109	2,464,984	5,361,122	2,104,733	19.0%	19.4%
OTROS								
SERVICIO DE MOVIMIENTO DE TIERRAS	0	6,936	3,770,999	2,313,501	1,807,987	192,335	6.4%	1.8%
SERVIC. ADMINLOGIST./COMUN./VARIOS	626,202	1,309,432	984,341	963,123	1,779,813	717,316	6.3%	6.6%
VENTA RPTOS, MATERIALES, ETC	2,987,727	2,880,225	1,654,212	1,727,437	396,989	0	1.4%	0.0%
VENTA ACTIVOS FIJOS	446	582,197	86,607	363,021	362,662	132,948	1.3%	1.2%
Suma Otros	3,614,376	4,778,790	6,496,158	5,367,082	4,347,451	1,042,599	15.4%	9.6%
TOTAL	14,580,451	18,402,407	25,540,964	23,817,722	28,261,600	10,823,895	100.0%	100.0%

FUENTE: Mamut Andino C.A. , Calificadora de Riesgos Humphreys S.A.
ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

Mamut cerró el año 2011 con ventas por US\$ 28.3 millones, registrando 18,71% de incremento, respecto al 2010. Al 31 de mayo del 2012, las ventas registran US\$ 11.0 millones, por lo que se espera, que cierre el año en alrededor de US\$ 30 millones. A mayo del 2012, 71.1% de los ingresos provienen de la división de transporte, 18.7% de alquiler y servicios y 10.1% de servicios varios, manteniendo la importancia relativa registrada a diciembre del 2011, aunque con cambios en su participación.

4.4.1 ANÁLISIS DE RESULTADOS, ANÁLISIS FINANCIERO E INDICADORES DE GESTIÓN

El análisis financiero que se resume líneas abajo

Tabla No.4.6
ANÁLISIS VERTICAL Y HORIZONTAL DE ESTADOS FINANCIEROS
MAMUT ANDINO C.A.
 (expresados en dólares de los Estados Unidos de América)



	ESTADO DE RESULTADO INTEGRAL			ANÁLISIS VERTICAL Variación			ANÁLISIS HORIZONTAL	
	2.009	2.010	2.011	2009	2010	2011	2010/2009	2011/2010
INGRESOS								
Servicios	8.161.695	7.390.170	9.846.577	31,9%	31,0%	34,8%	-9,5%	33,2%
Alquiler de Equipos	16.342.569	15.915.395	18.003.147	63,8%	66,7%	63,6%	-2,6%	13,1%
Exportación de Servicios	1.036.699	512.157	424.877	4,0%	2,1%	1,5%	-50,6%	-17,0%
Otros Ingresos	72.639	30.461	49.440	0,3%	0,1%	0,2%	-58,1%	62,3%
Total Ingresos	25.613.602	23.848.183	28.324.041	100,0%	100,0%	100,0%	-6,9%	18,8%
COSTOS Y GASTOS								
Costos Operativos	-21.991.124	-21.405.311	-23.157.311	-85,9%	-89,8%	-81,8%	-2,7%	8,2%
Gastos de Administración	-944.401	-1.067.276	-1.214.779	-3,7%	-4,5%	-4,3%	13,0%	13,8%
Gastos Financieros	-418.709	-375.791	-462.748	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-10,3%	23,1%
Total Costos y Gastos	-23.354.234	-22.848.378	-24.834.838	-91,2%	-95,8%	-87,7%	-2,2%	8,7%
Utilidad Antes de PUT e IRTA	2.259.368	999.805	3.489.203	8,8%	4,2%	12,3%	-55,7%	249,0%
Participación a Trabajadores	-338.905	-149.971	-523.380	-1,3%	-0,6%	-1,8%	-55,7%	249,0%
Impuesto a la Renta	-450.610	-174.216	-819.345	-1,8%	-0,7%	-2,9%	-61,3%	370,3%
Reserva Legal	-146.985	-67.562	-214.648	-0,6%	-0,3%	-0,8%	-54,0%	217,7%
Utilidad Neta del Año	1.322.868	608.056	1.931.830	5,2%	2,5%	6,8%	-54,0%	217,7%

FUENTE: Mamut Andino C.A. ., Calificadora de Riesgos Humphreys S.A.
 ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

Los datos consignados en el cuadro anterior han sido extraído del informe de calificación de riesgo, elaborado por CRH Calificadora de Riesgos Humphreys S.A. (CRH, 2012)

El emisor proporcionó, entre otros requerimientos de información, lo siguiente: Estados Financieros auditados desde el 2004 al 2010 preparados bajo Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC) y el año 2011 preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera

(NIIF), así como el año 2010 como periodo de transición, el corte interno de los estados financieros al 31 de mayo de 2012; Detalle de activos libres de Gravámenes; etc.

El costo ponderado de los servicios ofrecidos promedia 83.4% en tanto que la **suma de gastos de administración y generales asciende a 4.4%, con lo cual la** utilidad operacional obtenida alcanza un margen de 12.2%. La utilidad creció en el 2011 por la reducción significativa de sus costos, bajaron de 89.9% a 81.9%. La rentabilidad sobre Activos promedios fue de 25.6%. La empresa está en capacidad de generar por sobre US\$ 5.5 millones de flujo de efectivo anual.

La estructura de capital de la empresa que a diciembre del 2011 estaba compuesta de US\$ 5.1 millones de pasivos con costo y US\$ 13.3 millones de patrimonio, muestra una relación de 0.38 veces, misma que se incrementa a 0.44 a mayo de los corrientes producto de un ligero crecimiento de su deuda a largo plazo y con la emisión de obligaciones llegaría a 0.76 veces. Por lo expuesto, los pasivos con costo que a diciembre financiaban el 22.4% del monto total de activos a mayo financian el 25.3% y en ambos periodos, correspondieron, en su totalidad, a obligaciones de largo plazo. Los activos líquidos cubren con suficiencia los vencimientos corrientes de los pasivos.

Tabla No.4.7

ANÁLISIS VERTICAL Y HORIZONTAL DE ESTADOS FINANCIEROS



MAMUT ANDINO C.A.

(expresados en US\$)

	ESTADO DE SITUACION FINANCIERA			ANÁLISIS VERT. Var.			ANÁLISIS HORIZ	
	2.009	2.010	2.011	2009	2010	2011	2010/09	2011/10
ACTIVOS								
ACTIVO CORRIENTE								
Caja y Bancos	671.190	154.181	1.524.666	5,1%	1,2%	6,7%	-77,0%	888,9%
Inversiones	0	0	250.000	0,0%	0,0%	1,1%	0,0%	0,0%
Cuentas por Cobrar	2.443.141	3.462.936	5.906.904	18,7%	26,3%	26,0%	41,7%	70,6%
Inventarios	35.099	33.798	25.310	0,3%	0,3%	0,1%	-3,7%	-25,1%
Pagos Anticipados	1.199.514	730.222	1.495.978	9,2%	5,5%	6,6%	-39,1%	104,9%
Total Activo Corriente	4.348.944	4.381.137	9.202.858	33,3%	33,2%	40,4%	0,7%	110,1%
ACTIVOS NO CORRIENTE								
Cuentas por Cobrar Largo Plazo	1.554.391	1.472.580	1.390.771	11,9%	11,2%	6,1%	-5,3%	-5,6%
Activo Fijo	6.935.105	7.079.477	11.883.642	53,1%	53,7%	52,2%	2,1%	67,9%
Inversiones Permanentes	226.055	243.782	276.300	1,7%	1,9%	1,2%	7,8%	13,3%
Total Activo No Corriente	8.715.551	8.795.839	13.550.713	66,7%	66,8%	59,6%	0,9%	54,1%
Total del Activo	13.064.495	13.176.976	22.753.571	100,0%	100,0%	100,0%	0,9%	72,7%
PASIVOS								
PASIVO CORRIENTE								
Obligaciones Bancarias	1.995.085	1.263.507	1.534.384	15,3%	9,6%	6,7%	-36,7%	21,4%
Cuentas por Pagar	1.443.119	1.254.044	2.168.007	11,0%	9,5%	9,5%	-13,1%	72,9%
Otros Pasivos	875.645	453.084	2.169.585	6,7%	3,4%	9,5%	-48,3%	378,8%
Total del Pasivo Corriente	4.313.849	2.970.635	5.871.976	33,0%	22,5%	25,8%	-31,1%	97,7%
PASIVO NO CORRIENTE								
Pasivo a Largo Plazo	2.177.480	4.280.425	3.559.937	16,7%	32,5%	15,6%	96,6%	-16,8%
Total del Pasivo No Corriente	2.177.480	4.280.425	3.559.937	16,7%	32,5%	15,6%	96,6%	-16,8%
Total Pasivo	6.491.329	7.251.060	9.431.913	49,7%	55,0%	41,5%	11,7%	30,1%
PATRIMONIO								
Capital Social	4.449.000	4.449.000	4.449.000	34,1%	33,8%	19,6%	0,0%	0,0%
Reserva Legal	801.298	868.860	1.083.508	6,1%	6,6%	4,8%	8,4%	24,7%
Reserva Facultativa	0	0	136	0,0%	0,0%	0,0%	-	-
Reserva por Revaloriz del Patrimonio	0	0	5.857.184	0,0%	0,0%	25,7%	-	-
Utilidad del Ejercicio	1.322.868	608.056	1.931.830	10,1%	4,6%	8,5%	-54,0%	217,7%
Total Patrimonio	6.573.166	5.925.916	13.321.658	50,3%	45,0%	58,5%	-9,8%	124,8%
Total del Pasivo y Patrimonio	13.064.495	13.176.976	22.753.571	100,0%	100,0%	100,0%	0,9%	72,7%

FUENTE: Mamut Andino C.A., Calificadora de Riesgos Humphreys S.A.

ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

En la siguiente tabla se han calculado indicadores financieros de Mamut Andino C.A., para los años 2010, 2011 y 2013. Revisando esos indicadores, se puede manifestar que la situación de la empresa es saludable

TABLA No.4.8

INDICADORES FINANCIEROS

MAMUT ANDINO C.A.

(expresado en miles US\$)



INDICE	2009	2010	2011
CAPITAL DE TRABAJO (US\$)	35.095	1.410.502	3.330.882
PRUEBA ACIDA	1,00	1,46	1,56
INDICE DE LIQUIDEZ	1,01	1,47	1,57
INDICE DE ENDEUDAMIENTO:	0,99	1,22	0,71
RENTABILIDAD: Margen de Utilidad Neta	5,16%	2,55%	6,82%
% COSTO DE VENTAS / VENTAS	85,86%	89,76%	81,76%
% MARGEN BRUTO / VENTAS	14,14%	10,24%	18,24%
% GASTOS / VENTAS	5,32%	6,05%	5,92%
% MARGEN OPERACIONAL / VENTAS	8,82%	4,19%	12,32%
UTILIDAD NETA POR ACCION (US\$)	11,89	5,47	17,37
VOLUMEN DE VENTAS (US\$)	25.613.602	23.848.183	28.324.041
ROTACION DE CARTERA (días)	34	52	75
COSTO DE VENTAS (US\$)	3.622.478	2.442.872	5.166.730
GASTOS VARIABLES	944.401	1.067.276	1.214.779
INVERSIONES	226.055	243.782	276.300

FUENTE: Mamut Andino C.A. , Calificadora de Riesgos Humphreys S.A.


ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

4.4.2 GARANTÍAS QUE RESPALDAN LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES:

La emisión de obligaciones ha sido estructurada con Garantía General acorde a los términos señalados en la normativa legal vigente. El monto de los títulos por colocar deberá ser inferior al 80% del valor de los activos libres de todo gravamen de la empresa, menos las deducciones estipuladas en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, C.N.V.A

La tabla adjunta resumen las garantías ofrecidas:

Tabla No.4.9

MAMUT ANDINO C.A.		
CERTIFICACION DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN		
Al 31 de Mayo de 2012		
(expresados en miles de US\$)		
Mamut Andino C.A. certifica que al 31 de Mayo del 2012, tiene el siguiente detalle de Activos:		
TOTAL ACTIVOS		23.459.021,20
(-) ACTIVOS GRAVADOS		
Maquinaria y Equipo a favor del Banco del Pacífico	1.873.266,89	
Equipos y Vehículos a favor del Produbanco	342.995,86	
Maquinaria y Equipo a favor del Banco Bolivariano	3.791.836,40	
Hipoteca a favor de Banco Bolivariano	<u>2.449.758,63</u>	
		<u>-8.457.857,78</u>
TOTAL ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN		15.001.163,42
80% ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN		12.000.930,74
(-) ACTIVOS EN LITIGIO		-167.494,83
CUPO DE EMISION	-	11.833.435,91
Econ. Andres Romo-Leroux Estrada Gerente General		Ing. Robert Alvarado Almeida Contador General

FUENTE: Mamut Andino C.A.

ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

En el cuadro, se observa que no obstante que empresa podría emitir obligaciones hasta por US\$ 11.833,400, solo optó por emitir un monto inferior, esto es US\$ 7'000.000, lo cual otorga mayor seguridad a los inversores o compradores de dichos títulos, ya que estarán respaldados garantías libres de gravamen, que duplican dicho valor (2,12)

4.4.3 CALIFICACIÓN DE RIESGO

El informe de CRH, Calificadora de Riegos Humphreys, (CRH, 2012) indica:

Cabe resaltar que la calificación otorgada está basada en la información proporcionada por el Emisor para el efecto, la cual debe cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, siendo el Emisor responsable de que la documentación entregada a la Calificadora sea idéntica a la presentada ante el organismo de control. A su vez, el Emisor se hace responsable de entregar a la Calificadora la documentación legal debidamente aprobada por la Superintendencia de Compañías que acredite la autorización dada por ésta, sin perjuicio de que cualquier diferencia entre la información evaluada por la Calificadora y la presentada al ente de control pueda ser una vez comunicada a la Calificadora- conocida y analizada por ésta en un nuevo Comité de Calificación.

La emisión de obligaciones ha sido estructurada con Garantía General acorde a los términos señalados en la normativa legal vigente; por lo que el monto de los títulos por colocar deberá ser inferior al 80% del valor de los activos libres de todo gravamen de la empresa, menos las deducciones estipuladas en la Codificación de Resoluciones del C.N.V., verificándose en este caso que dicho rubro cubre el cupo de la emisión a colocarse, cumpliéndose suficiente y oportunamente con la emisión objeto de análisis.

La emisión también presenta los resguardos previstos en el artículo 11, sección 1era., capítulo III, subtítulo I, título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, referentes a:

i) Tomar todas las medidas necesarias orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de sus actividades;

ii) No repartir dividendos mientras estén en mora las obligaciones y

iii) Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Art. 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

El Emisor determina como medidas orientadas a preservar el cumplimiento de su objeto social o finalidad de las actividades de la Compañía, tendientes a garantizar el pago a los inversionistas, lo siguiente: Continuar manteniendo su política proactiva en cuanto a la comercialización y la apertura de nuevos mercados, prudente en cuanto al crecimiento, privilegiando a la eficiencia frente al volumen y así cumplir con sus clientes y acreedores de manera especial con los tenedores y futuros compradores de sus Obligaciones a Largo plazo que emite la empresa en el Mercado de Valores.

Adicionalmente el emisor se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de la Emisión un resguardo voluntario que consiste en un límite de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses inferior al doble del valor del patrimonio de la compañía.

En base a la información mencionada, los miembros del Comité de Calificación categorizan de “suficientes” tanto la garantía general como los resguardos de los títulos valores, objeto de calificación

La emisión producto del análisis cumple con los requisitos exigidos por ley para la garantía general. De igual modo, los títulos incluyen todos los

resguardos que la normativa vigente exige e incorpora resguardos voluntarios que limitan el endeudamiento del Emisor.

A la fecha, la empresa mantiene un nivel de operación que le permite generar un monto de flujo de efectivo con el cual cubre con amplia holgura los pagos debidos por sus obligaciones financieras, aún luego de incluir entre éstas a las derivadas de la colocación de los títulos sujetos a análisis. Su capacidad de pago se encuentra apuntalada por la dinámica que presenta el sector en que compete, la relación a largo plazo que tiene con sus principales clientes, la posición de la firma dentro de su segmento objetivo, las barreras de entrada que la fuerte inversión de capital requerida imponen, entre otros.

Calificación Final del Instrumento

En virtud de los factores de riesgo cuantitativo y cualitativo expuestos, el Comité de Calificación se pronuncia por asignar a la emisión de obligaciones de MAMUT ANDINO C.A., por hasta un monto de US\$7 millones, la calificación final de “AA+”.

Definición de la categoría de Riesgo “AA+”

Corresponde a valores, cuyos emisores y garantes tienen muy buena capacidad del pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se verían afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general. El signo (+) indica la posibilidad de que la categoría asignada podría subir hacia su inmediata superior

4.4.4 NEGOCIACIÓN DE OBLIGACIONES - COSTOS

La tabla adjunta, resume las negociaciones en Bolsa, de US\$ 7'000.000, de papeles de deuda (obligaciones), emitidas por Mamut Andino C.A.

Tabla No.4.10

MAMUT ANDINO C.A.: DETALLE DE NEGOCIACIONES EN BOLSA, 1RA. EMISION DE OBLIGACIONES						
FECHA DE VENTA	%	VALOR NOMINAL	MONTO NEGOCIADO	PRECIO	PONDERAC.	TASA NOM.
OBLIGACIONES CLASE "A", 5 AÑOS						
14-sep-12	0,22%	13.000,00	13.000,00	97,7196%	0,213%	7,00%
14-sep-12	0,67%	40.000,00	40.000,00	97,7196%	0,657%	7,00%
17-sep-12	1,68%	100.000,00	100.000,00	96,7120%	1,625%	7,00%
18-sep-12	1,18%	70.000,00	70.000,00	97,7300%	1,150%	7,00%
21-sep-12	16,81%	1.000.000,00	1.000.000,00	97,7342%	16,424%	7,00%
27-sep-12	3,36%	200.000,00	200.000,00	97,7468%	3,285%	7,00%
27-sep-12	5,04%	300.000,00	300.000,00	97,7489%	4,928%	7,00%
28-sep-12	3,36%	200.000,00	200.000,00	97,7553%	3,286%	7,00%
01-oct-12	16,81%	1.000.000,00	1.000.000,00	97,7553%	16,428%	7,00%
02-oct-12	12,60%	750.000,00	750.000,00	97,7574%	12,321%	7,00%
04-oct-12	0,50%	30.000,00	30.000,00	97,7617%	0,493%	7,00%
05-oct-12	0,17%	10.000,00	10.000,00	97,7704%	0,164%	7,00%
15-oct-12	0,50%	30.000,00	30.000,00	97,7879%	0,493%	7,00%
22-oct-12	1,34%	80.000,00	80.000,00	97,8012%	1,315%	7,00%
21-nov-12	0,57%	34.000,00	34.000,00	97,8681%	0,559%	7,00%
04-ene-13	1,05%	66.000,00	62.700,00	97,8573%	1,031%	7,00%
04-ene-13	3,19%	200.000,00	190.000,00	97,8573%	3,125%	7,00%
10-ene-13	2,03%	127.000,00	120.650,00	97,8704%	1,984%	7,00%
17-ene-13	8,40%	526.315,79	500.000,00	96,8556%	8,138%	7,00%
25-feb-13	8,42%	527.230,95	500.869,40	96,9862%	8,164%	7,00%
27-feb-13	3,36%	210.526,32	200.000,00	97,9791%	3,293%	7,00%
15-mar-13	0,17%	11.111,11	10.000,00	97,9132%	0,165%	7,00%
21-mar-13	6,88%	454.811,27	409.330,14	97,9259%	6,736%	7,00%
22-mar-13	1,68%	111.111,11	100.000,00	97,9281%	1,646%	7,00%
SUMA	100,00%	6.091.106,55	5.950.549,54	97,6892%	97,62%	
OBLIGACIONES CLASE "B", 6 AÑOS						
14-sep-12	82,52%	750.000,00	750.000,00	96,7050%	79,799%	7,00%
18-ene-13	11,48%	104.348,00	100.000,17	96,9054%	11,125%	7,00%
14-mar-13	6,00%	54.545,45	50.000,00	96,9328%	5,817%	7,00%
SUMA	100,00%	908.893,45	900.000,17	96,8477%	96,74%	
TOTAL		7.000.000,00	6.850.549,71			

FUENTE: Mamut Andino C.A.

ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

Según la normativa de la Superintendencia de Compañías, la primera venta marca los días de vencimientos de los títulos, esta se efectuó el 14-Sep-2012, fijándose como la fecha desde la cual corre el plazo, hasta 5 años, para los títulos clase "A" y hasta 6 años, para los títulos clase "C".

La colocación de los títulos de deuda de Mamut, en el Mercado Bursátil, se califica como exitosa, colocándose la totalidad de las obligaciones en seis meses. No obstante de que era la primera emisión y podría existir reacción de los inversores, por cuanto no conocían la empresa. Se estima que el tiempo de colocación hubiera sido más solo de cuatro meses, si la emisora no hubiese tomado como decisión suspender la venta de títulos el 21-Nov-2013, dos meses después de la primera venta, por haber logrado colocar (55%), una cantidad superior al 50%, que había planeado vender durante el año 2012.

Quizás un factor que apoyo la exitosa colocación, fue de que a pesar de que la empresa era nueva en el Mercado Bursátil, no lo era el grupo, ya que a través de su filial Concerroazul, ya se habían transado US\$ 14'000.000, en el Mercado de Valores, mediante tres emisiones de obligaciones, la primera de las cuales empezó en Diciembre de 2008.

En lo que respecta a los costos o cargo financiero, desde el lado de la empresa, en términos netos se obtiene una tasa efectiva TEA, de 9,84%, aparentemente superior en 1,00 %, a la TEA promedio de 8,84%, (8,50% nominal, pagado mensualmente), que Mamut, obtiene de fondos captados a través del sistema financiero.

A continuación se presenta el resume del costo financiero, por la estructuración y negociación, en el Mercado de Valores de las Obligaciones de Mamut Andino C.A.

Tabla No.4.11

RESUMEN DE COSTOS DE OBLIGACIONES	
Precio Nominal	100,000%
Precio de Venta promedio	97,624%
Descuento implícito	2,376%
Cargos de Estructuración/negociación (ver cuadro adjunto)	3,178%
Suman Cargos Iniciales	5,555%
Precio Neto Promedio	94,445%
Monto Negociado de Obligaciones	5.950.550
Neto recibido de Obligaciones	5.619.998
Tasa de Interés Nominal (Prospecto)	7,000%
Tasa de Interés Efectiva	7,186%
Tasa o Costo Neto, según TIR	9,842%

FUENTE: Mamut Andino C.A.

ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

El cuadro expuesto indica, que partiendo de un precio nominal del título de 100%, se negocia en promedio al 97,62%, es decir con un descuento 2,38%, que a su vez equivale a la diferencia de los flujos del pago de la deuda, entre el 7% (tasa nominal de la obligación) y 8% (tasa de mercado, aceptada por el comprador). Luego se le adicionan los cargos de estructuración y negociación de las obligaciones que suman alrededor de 3,18%, según cuantificación indicada en cuadro de más abajo, con lo que los cargos o costos financieros iniciales ó de arranque para las obligaciones totalizan 5,56%, que equivalen a un precio neto del papel 94,44%

Sobre una base de US\$ 5'950.000, que es el monto negociado de obligaciones Clase "A", esto es de 5 años plazo (1.800 días), se procedió a cuantificar los costos y gastos iniciales, que se incurrieron en la emisión de obligaciones, que suman aproximadamente 3,18%, indicados en el cuadro siguiente:

Tabla No.4.12

Gastos Iniciales de estructuración y Negociación de Obligaciones,				
	Base =	\$ 5.950.550		
Concepto	Valor%	Fijo US\$	Proporció n	Gastos US\$
Honorarios de Estructuración	1,00%			59.505,50
Comisión de Agente Bolsa	1,50%			89.258,25
Comisión de Bolsa	0,09%			5.355,50
Custodia Decevale	0,08%			4.760,44
Gastos de Notaría	0,10%			5.950,55
Cuota inscripción Bolsa	0,10%			5.950,55
Inscripción en Supercias	0,05%			2.975,28
Impresión, prospectos/títulos (*)		6.700,00	86,9%	5.822,30
Publicación (*)		500,00	86,9%	434,50
Representante Obligacionistas (*)		2.000,00	86,9%	1.738,00
Calificación de Riesgo (*)		8.500,00	86,9%	7.386,50
Suman Gastos	2,92%	17.700,00		189.137,36
				3,18%

(*) \$ 5'950.000, de obligaciones negociadas, case "A" de 5 años plazo solo representan el 86,9%, por lo que aplica este %

FUENTE: Mamut Andino C.A.

ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

A efectos de poder cuantificar el costo financiero o tasa de interés neta, que la empresa paga por las obligaciones, se tomó como base los US\$ 5'950.000, monto negociado de obligaciones Clase "A", de 5 años plazo (1.800 días) y se elaboró una tabla de pagos, determinando la cuota trimestral a pagar (capital + intereses) y se la comparó con el valor neto recibido de US\$ 5'619.998 (94,45% de \$ 5'950.000) y aplicando la Tasa Interna de Retorno TIR, (TIR anualizada), se obtuvo **9,842%, que representa el costo financiero o tasa de interés de los papeles de deuda emitidos**

Ese costo de 9,84%, es a simple vista superior a la TEA de 8,84%, que Mamut paga en promedio, por los préstamos que obtiene de los bancos. No obstante, en afán de ser equitativos, debe sumarse por lo menos 0.50%, de gastos por instrumentar garantías. También debería agregarse el costo del inmovilizado de depósitos por reciprocidad, que la mayoría de los bancos condicionan, para la concesión de sus créditos. Esa reciprocidad para Mamut era de alrededor del 10%, en promedio, por lo

que la TEA de 8,84%, se obtiene una nueva Tasa de interés TEA, de 9,82%, a la cual habría que adicionarle 0,50%, de gatos por formalizar garantías, con lo que **el costo de préstamos bancarios, sube a 10,32%, que es mayor al 9,84%, que se obtiene por emitir y vender títulos en el Mercado de Valores.**

Tabla No. 4.13

CALCULO DEL COSTO FINANCIERO (TASA DE INTERES) DE OBLIGACIONES				
Base de Cálculo				
Monto Negociado		5.950.550,00		
Plazo en Trimestres		20	(1.800 días)	
Tasa de Interés Nominal (Prospecto)		7,00%		
Tasa de Interés Efectiva		7,19%		
Flujo de Fondos: Valores recibidos vs Valores a pagar			Tabla de Pagos	
Trimestre	Concepto	Flujo US\$	Capital US\$	Intereses
0	Valor Neto recibido	-5.619.998		
1	Cuota ó Dividendo Trimestral	401.662	297.528	104.135
2	Cuota ó Dividendo Trimestral	396.455	297.528	98.928
3	Cuota ó Dividendo Trimestral	391.249	297.528	93.721
4	Cuota ó Dividendo Trimestral	386.042	297.528	88.514
5	Cuota ó Dividendo Trimestral	380.835	297.528	83.308
6	Cuota ó Dividendo Trimestral	375.628	297.528	78.101
7	Cuota ó Dividendo Trimestral	370.422	297.528	72.894
8	Cuota ó Dividendo Trimestral	365.215	297.528	67.688
9	Cuota ó Dividendo Trimestral	360.008	297.528	62.481
10	Cuota ó Dividendo Trimestral	354.802	297.528	57.274
11	Cuota ó Dividendo Trimestral	349.595	297.528	52.067
12	Cuota ó Dividendo Trimestral	344.388	297.528	46.861
13	Cuota ó Dividendo Trimestral	339.181	297.528	41.654
14	Cuota ó Dividendo Trimestral	333.975	297.528	36.447
15	Cuota ó Dividendo Trimestral	328.768	297.528	31.240
16	Cuota ó Dividendo Trimestral	323.561	297.528	26.034
17	Cuota ó Dividendo Trimestral	318.354	297.528	20.827
18	Cuota ó Dividendo Trimestral	313.148	297.528	15.620
19	Cuota ó Dividendo Trimestral	307.941	297.528	10.413
20	Cuota ó Dividendo Trimestral	302.734	297.528	5.207
	TIR Trimestral	2,374%		1.093.414
	TIR Anualizada	9,842%	5.950.550	2.186.827

FUENTE: Mamut Andino C.A.
ELABORACION: Freddy Ordóñez Alemán

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

CONCLUSIONES

La Hipótesis planteada en el presente estudio se cumple, porque se demuestra que las transacciones de títulos de valores Renta Fija, emitidos por empresas privadas, negociados en el Mercado Bursátil ecuatoriano, es una alternativa de financiamiento, que empresas principalmente grandes utilizan, lo cual se manifiesta con el incremento continuo de transacciones de este tipo de papeles, que crecen a una tasa promedio anual de 19,2%, pasando de US\$ 558M a US\$ 1.539 M del período 2008 al 2014, es decir las negociaciones casi se triplicaron,

Las empresas que acuden a los mercados de desintermediación financiera, lo hacen procurando que el interés que paguen sus títulos, sea inferior o a lo mucho similar al que pagan por un préstamo bancario, esto se cumple ya que en el período 2012 al 2014, la tasa de interés (TEA) promedio anual de 7,82%, aplicada para las transacciones de renta fija negociadas en bolsa, es inferior a la TEA promedio anual de 8,04%, aplicada por IFIS tanto privadas como públicas en los créditos dirigidos al segmento productivo corporativo, en el que se encuadran la mayoría de las empresas que transan su títulos en bolsa.

Las negociaciones bursátiles de renta fija del Segmento Mercantil, en nuestro país muestran crecimiento, en la posición relativa, como % del PIB, pasando de 0,9% en el 2008 a 1,1% y 1,5%, para el 2013 y 2014, respectivamente. No obstante se observa rezago al comparar esta cifra con la de Chile 14,8% del PIB, para el 2013 y de Colombia 2,3% del PIB, para el 2014, según datos de la Bolsa de Comercio de Santiago y de la Bolsa de Valores de Colombia. Justamente las reformas a la ley de Mercado de Valores, apuntan a ampliar la base de emisores de títulos de

deuda, incorporando a Pymes y organizaciones de la economía popular y solidaria

En nuestra opinión la incorporación de PYMES al mercado bursátil, es factible e impulsaría la reducción del costo financiero, para ese segmento de negocios, ya que al comparar la TEA de 10,66%, promedio general que en el 2014, aplicaron las IFIS privadas y públicas a las PYMES, con la TEA de 7,85% del 2014, pagado en transacciones bursátiles, se puede inferir que para ese segmento fácilmente se podría esperar tasas de alrededor del 10%, fácilmente asimilables para dichos negocios.

Dicha tasa de 10%, sería muy atractiva para inversionistas, que tendrían una mayor rentabilidad por el mayor riesgo asumido, por colocar fondos en empresas que no cuentan con una gran estructura empresarial y adecuado gobierno corporativo. Esto se comprueba al examinar las tasas pasivas pagadas por las IFIS en depósitos a plazos de más de 360 días, que es la máxima tasa de rendimiento que recibe un inversionista en el mercado. La tasa promedio de rendimiento fue de 7,04%, para fines del 2014, siendo la más alta 9,30%, pagada al término del 2014, por Cooperativas, obviamente también con mayor riesgo para el inversionista

En consecuencia, de lograr ampliarse la base de emisores de títulos de renta fija, con la incorporación de PYMES y organizaciones de la economía popular y solidaria, a más de beneficiar esos segmentos de negocios, por el menor costo financiero, se favorecería a ahorristas e inversionistas, que recibirían un mayor rédito por su dinero

RECOMENDACIONES

La Junta de Regulación de Valores y la Superintendencia de Compañías y Valores debe completar la reglamentación y creación de mecanismos y entidades, que se introducen con los nuevos cambios en la Ley de Mercado de Valores, sobre todo con la creación del Registro Especial Bursátil, REB, en el cual se inscribirán los títulos de deuda, emitidos por Pymes y organizaciones de la economía popular y solidaria, esto posibilitaría la ampliación de la base de emisores, incrementándose la Oferta de títulos de renta fija.

La Superintendencia de Compañías y Valores, debe realizar mayor difusión hacia los diferentes sectores empresariales, que se beneficiarían con las nuevas oportunidades de financiamiento, derivadas de los recientes cambios a la Ley de Mercado de Valores.

El Organismo de control, debe emprender una campaña de capacitación, a nivel nacional, para el público en general, lo cual a más de incrementar la cultura financiera y bursátil de la población, posibilitaría el aumento de la demanda de títulos de deuda, con la incorporación de potenciales inversionistas y ahorristas, que están poco informados o desconocen la mayor rentabilidad, que obtendrían por la vía del mercado bursátil.

BIBLIOGRAFIA

ASAMBLEA NACIONAL. (15 de Agosto de 2014). *www.asambleanacional.gob.ec*. Recuperado el 20 de Enero de 2015, de <http://www.asambleanacional.gob.ec/>

BANCO DE DESARROLLO DE AMERICA LATINA. (2013). *LA EDUCACION FINANCIERA EN AMERICA LATINA Y EL CARIBE.-PERSPECTIVA ACTUAL*. CYNGULAR.

BCE.FIN.EC. (30 de DICIEMBRE de 2014). <http://www.bce.fin.ec/index.php/estadisticas-economicas>. Recuperado el 29 de ENERO de 2015, de <http://www.bce.fin.ec/index.php/estadisticas-economicas>

BLOG EL CAPTOR. (2014). Recuperado el 23 de ENERO de 2015, de <http://www.elcaptor.com/>

bolsadequito. (2015). *BOLSA DE VALORES DE QUITO*. Recuperado el 4 de MARZO de 2015, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/que-se-negocia/>

BUSTAMANTE, B. &. (MAYO de 2014). *BUSTAMANTE & BUSTAMANTE*. Recuperado el 10 de FEBRERO de 2015

BVG. (2015). *BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL*. Recuperado el 8 de FEBRERO de 2015, de www.bolsadevaloresguayaquil.com/institucion.aspe

C.A., M. A. (20 de Agosto de 2012). www.supercias.gob.ec/portalinformacion/portal/consulta_emisores. Recuperado el 3 de Marzo de 2015, de www.supercias.gob.ec

CEPAL. (20 de Noviembre de 2014). *cepalstat*. Recuperado el 11 de Enero de 2015, de <http://estadisticas.cepal.org>

CRH, C. d. (2012). *Informe de Calificación de Riesgo Inicial de la Emisión de Obligaciones de Mamut Anfino C.A.* Guayaquil: Prospecto.

DESARROLLO, P. (2014). *DESARROLLO PERUANO*. Recuperado el ABRIL de 2015, de *DESARROLLO PERUANO*: <http://desarrolloperuano.blogspot.com/>

ECOFINANZAS. (2014). *ECO FINANZAS DICCIONARIO*. Recuperado el 7 de MARZO de 2015, de http://www.eco-finanzas.com/diccionario/P/PAPEL_COMERCIAL.htm

ECOFINANZAS. (2014). *ECOFINANZAS*. Recuperado el 30 de ENERO de 2015, de <http://www.eco-finanzas.com/diccionario/C/CUASI-DINERO.htm>

EL PETROLEO CAE Y COMPLICA LA ECONOMIA DE ECUADOR ESTE DEL 2015. (4 de ENERO de 2015). *EL UNIVERSO* .

EMPRENDEDOR, E. (13 de SEPTIEMBRE de 2013). *EL EMPRENDEDOR. EC*. Recuperado el 30 de DICIEMBRE de 2014, de <http://www.empreendedor.ec/mercado-de-valores-de-ecuador-crecimiento>

GERENCIE.COM. (2010 de JUNIO de 2010). *GERENCIE.COM*. Recuperado el 30 de ENERO de 2015, de <http://www.gerencie.com/oferta-monetaria.html>

INEC. (20 de 11 de 2014). www.ecuadorencifras.gob.ec. Recuperado el 21 de 12 de 2014, de www.inec.gob.ec

INEC, E. (12 de 01 de 2015). *ENIGHURC*. Recuperado el 20 de 02 de 2015, de www.inec.gob.ec

JAY, S. (s.f.). *GERENCIE.COM*. Recuperado el 29 de ENERO de 2015, de <http://www.gerencie.com/>

KEYNES. (2009 de NOVIEMBRE de 2009). *JOSE OVIEDO*. Recuperado el 29 de ENERO de 2015, de <http://joseoviedoppc.blogspot.com/>

KRUGMAN. (2009). *DE VUELTA A LA ECONOMIA DE LA GRAN DEPRESION Y LA CRISIS DEL 2008*. COLOMBIA (impreso): Norma.

LA GRAN ENCICLOPEDIA DE ECONOMIA. (2014). *LA GRAN ENCICLOPEDIA DE ECONOMIA*. Recuperado el 30 de ENERO de 2015, de <http://www.economia48.com/spa/d/oferta-monetaria/oferta-monetaria.htm>

MOCHON, F. (2009). *ECONOMIA, TEORIA Y POLITICA*. Madrid: Mc Graw Hill.

Nacional, Asamblea. (2014). *Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil*. Quito: Registro Oficial.

NACIONAL, C. (2006). *LEY DE MERCADO DE VALORES, CODIFICADA*. Quito: Registro Oficial.

NARANJO. (2006). *DEL PATRON ORO A LA DOLARIZACION EN EL ECUADOR*. QUITO: BANCO CENTRAL.

PAREDES. (11 de NOVIEMBRE de 2014). *LA HORA NACIONAL*. Recuperado el 27 de ENERO de 2015, de http://www.lahora.com.ec/index.php/noticias/show/1101748785/-1/home/goRegional/EI%20Oro#.VMxXNmIG_fl

poderes. (21 de 08 de 2014). Recuperado el 21 de 02 de 2015, de www.poderes.com.ec

QUITO, B. D. (2014). *BOLSA DE VALORES DE QUITO*. Recuperado el 7 de MARZO de 2015, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/prospectos/papel-comercial/>

ROBALINO, C. (20 de ENERO de 2015). *EL UNIVERSO.COM*. Recuperado el 29 de ENERO de 2015, de <http://www.eluniverso.com/noticias/2015/01/20/nota/4460606/banca-proyecta-menor-crecimiento-creditos>

SAMUELSON PAUL A, N. W. (2010). *ECONOMIA*. MADRID: MC GRAW HILL.

STIGLITZ, J. E. (2 de ENERO de 2010). *GURUSBLOG*. Recuperado el 24 de DICIEMBRE de 2014, de <http://www.gurusblog.com/>

UNIVERSO. (8 de ENERO de 2015). *UNIVERSO*. Recuperado el 28 de ENERO de 2015

UNIVERSO, E. (14 de ABRIL de 2014). *EL UNIVERSO*. Recuperado el 30 de ENERO de 2015, de <http://www.eluniverso.com/noticias/2014/04/06/nota/2627601/gobierno-ecuadoriano-preve-volver-mercado-deuda-emision-bonos-700>

UNIVERSO, E. (11 de ENERO de 2015). *EL UNIVERSO.COM*. Recuperado el 30 de ENERO de 2015, de <http://www.eluniverso.com/noticias/2015/01/11/nota/4417811/15-anos-ligados-dolarizacion>

world-exchanges. (23 de 10 de 2014). *world-exchanges.org/statistics/annual-query-too*. Recuperado el 28 de 02 de 2015, de www.world-exchanges.org

www.bce.fin.ec. (s.f.). Recuperado el 29 de ENERO de 2015, de www.bce.fin.ec

- Ley del Mercado de Valores
- Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil

ABREVIATURAS

AF: Administradoras de Fondos y Fideicomisos

BCE: Banco Central del Ecuador

BVG: Bolsa de Valores de Guayaquil

BVQ: Bolsa de Valores de Quito

CEPAL: Comisión económica para America Latina y el Caribe

CNV: Consejo Nacional de Valores

Co: Colombia

Ch: Chile

Ec: Ecuador

JRMV: Junta de regulación del mercado de Valores

FBKF: Formación Bruta de Capital Fijo

IED: Inversión Extranjera Directa

IFI: Institución Financiera Intermediaria

IFI: Instituciones Financieras Intermediarias

IMF: International Monetary Fund

LMV: Ley del Mercado de Valores

LOFOSSB: Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil

M1: Oferta Monetaria

M2: Liquidez Monetaria

M3: Liquidez Monetaria Ampliada

Pe: Perú

RO: Registro Oficial

SRO: Suplemento de Registro Oficial

MV: Mercado de Valores

PIB: Producto Interno bruto

