

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL
ECUADOR
FACULTAD DE ECONOMÍA**

**Disertación previa a la obtención del título de Economista
con mención en Economía Financiera**

***El aporte de las casas de valores al mercado de
valores ecuatoriano en el período 2003 - 2012***

**Galarza Intriago Carlos Alberto
Carlosgalarza3@hotmail.com**

**Director: Eco. Javier España
Rjem29@yahoo.com**

Quito, Mayo de 2015

Resumen.

El trabajo desarrollado que aquí se presenta se enfoca en el papel que tienen las casas de valores en el mercado de valores nacional, a la vez que se analizará los tipos de papeles que se negocian en el mercado bursátil, tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta. El desarrollo de la investigación inicia con los aspectos generales del mercado de valores ecuatoriano, para concluir con un estudio específico de las casas de valores. El documento hace una revisión de datos públicos de los entes de control, los cuales permiten llegar al objetivo planteado en el trabajo, y así poder diferenciar el mercado. Además que se analizará las dos ciudades en donde se desarrolla este mercado con la finalidad de observar cuál de estas dos ciudades utiliza más el mercado de valores.

Palabras claves: Mercado de valores, Bolsa de Valores, casas de valores, títulos valores.

*A toda mi familia que me apoyo en esta dura
etapa de mi vida y que se mantuvo conmigo
hasta el fin de este ciclo de mi vida.
Y a mi gran profesor, el economista Javier
España que me brindo su valioso tiempo para la
elaboración de este trabajo.*

Índice

Introducción	6
Metodología del Trabajo	9
Pregunta General	9
Preguntas Específicas	9
Objetivo General	10
Objetivos Específicos	10
Fundamento Teórico	11
Mercado	11
Ahorro – Inversión.....	12
Estructura de riesgo de las tasas de interés	12
Relación riesgo y rendimiento	12
Diversificación del riesgo.....	15
Riesgo diversificable	15
Teoría sobre portafolios	15
Valoración de Bonos.....	16
Aspectos legales del mercado de valores en el Ecuador	18
Valores de negociación en el mercado de valores.....	18
Definición de mercado de valores	18
Regulación del mercado de valores.....	19
Oferta de títulos en el mercado de valores	19
Bolsas de valores	20
Actores en el mercado de valores	21
Consideraciones teóricas del mercado de capitales.....	23
Mercado Monetario	24
Mercado Financiero	24
Mercado financiero	25
Capítulo I: El Mercado de Valores Ecuatoriano	27
1.1 Antecedentes: Mercado de valores en la economía nacional	27
1.2.1 Breve descripción del entorno financiero del período 2003 – 2014.....	31
Producto interno bruto (PIB).....	31
Inflación.....	32
Balanza comercial.....	33
1.2.2 Mercado financiero ecuatoriano	34
Integrantes del sistema financiero ecuatoriano	34
1.3 Principales funciones de las Bolsas de Valores ecuatoriana	41
1.4 Marco legal en el que se desenvuelve el mercado de valores	42
1.5 Tipos de títulos valores que se negocian en la Bolsa de Valores	44
1.5.1 Títulos de Renta Fija	44
1.5.2 Títulos de renta variable.....	48
1.6 Participantes del mercado de valores.....	49
1.6.1 Concepto de casas de valores	50
1.6.2 Funciones de las casas de valores.....	51

1.6.3	Prohibiciones de las casas de valores	51
1.6.4	Responsabilidad de las casas de valores	52
1.6.5	Autorregulación	53
1.6.7	Agente de Bolsa	53
1.7	Evolución de las casas de valores	53
1.8	Operadores de valores	56
Capítulo II: Análisis de las negociaciones bursátiles del Ecuador en el período 2003 – 2012		58
2.1	Evolución de las negociaciones de los títulos valores de renta fija.....	58
2.1.1	Emisores de valores de renta fija a nivel nacional.	60
2.1.2	Montos de la emisión de renta fija	61
2.1.3	Plazo de las emisiones de obligaciones	62
2.1.4	Garantía de las emisiones de obligaciones	63
2.1.5	Destino del dinero captado en la emisión de obligaciones.....	64
2.1.6	Calificación de riesgo de la emisión de obligaciones	65
2.1.7	Amortización de capital y fijación de tasa de intereses	66
2.1.7.1	Tasas de interés de la emisión de obligaciones	67
2.2	Evolución de las negociaciones de los títulos valores de renta variable.....	68
2.3	Evolución de las negociaciones bursátiles	70
2.4	Evolución de las negociaciones bursátiles por ciudad.	74
2.4.1	Negociaciones registradas en la ciudad de Guayaquil	74
2.4.2	Negociaciones registradas en la ciudad de Quito	77
2.5	Evolución de los emisores de títulos valores	79
Capítulo III: Situación financiera de las Casas de Valores, período 2003 - 2012		82
3.1	Análisis financiero de las casas de valores periodo 2003 - 2012.....	82
Conclusiones y Recomendaciones		91
Referencia Bibliográfica.....		94

Introducción

El mercado financiero es uno de los temas más importantes que tienen las economías del mundo, puesto que este juega un rol fundamental en el desenvolvimiento y el progreso de los sectores productivos.

En el Ecuador el mercado financiero está dividido en dos sectores, el sistema financiero (mercado bancario) y el mercado de valores, en los cuales la participación de los agentes es muy importante para el desarrollo del mismo.

Lo que más utilizan los ecuatorianos son los bancos, ya sean grandes, medianos o pequeños, uno de los motivos de preferencia a este sector son sus normas o reglas que imparte, como el tiempo, que el denominado sector maneja y la facilidad que existe para ingresar en el mismo.

Este sector es el más utilizado como ya se mencionó, por una de sus principales características, el tiempo, por el manejo de las negociaciones de corto plazo, a diferencia del mercado de valores que maneja transacciones de mediano y largo plazo.

Como conocimiento general, la tasa de interés que pagan los bancos son muy bajas, entonces ¿por qué el mercado bancario es el más utilizado?. La respuesta es de fácil deducción, es gracias al tiempo y la facilidad de ingreso y salida del mercado. Al decir que el ingreso es fácil, se refiere que para poder usar el mercado bancario, cualquier persona debe acercarse a un banco y realizar la apertura de una cuenta, sea esta de ahorros o corriente, como también la compra o adquisición de certificados de depósito o póliza de acumulación, las cuales pueden ser adquiridas desde los cien dólares.

Así mismo, si vemos el caso contrario, si una persona desea financiarse tiene varias formas de hacerlo, por medio de los créditos, ya sean estos de tipo comercial, consumo, microcrédito, vivienda, estudio, etc., en los cuales cualquier persona puede aplicar sin mayor problema y dependiendo el monto que necesite.

Son estas las medidas que definen el ingreso a este mercado como fácil, ya que los montos, el tiempo y las barreras que se manejan, no son impedimentos para ninguna persona y a la vez son atractivos para los mismos.

Sucede lo contrario con el mercado de valores, ya que la participación en este sector se realiza por medio de una inversión o búsqueda de financiamiento.

Es decir, en el mercado de valores una de las principales barreras y desventajas que tiene ante el mercado bancario es el tiempo, porque este maneja lapsos de mediano y largo plazo, pero con la diferencia del manejo de los intereses que en este se negocian, ya que estos son un poco más altos, que los que ofrece la banca ecuatoriana, esto se debe gracias a la eliminación de los costos, como se especificará más adelante. Una de las ventajas que tienen el mercado de valores es que en este existen dos tipos de inversión, las fijas y las variables, las cuales permiten entrar en el mercado, con valores de \$ 0,70 centavos de dólar

por acción (en base a un papel de renta variable del mercado de valores ecuatoriano del mes de septiembre del 2014).

Estas son las ventajas y desventajas en aspectos generales que tiene el mercado de valores ecuatoriano, pero ahora ¿por qué es bueno ingresar en este mercado?. La diferencia es que dependiendo lo que se adquiera en el mercado de valores una persona puede pasar a ser dueña de una empresa, para recibir todos los beneficios y perjuicios que esta conlleva, a la vez que también puede convertirse en un acreedor de deuda directa de la empresa. Dada esta circunstancia las casas de valores cumplen el papel de ayudar a las personas en la creación de buenos portafolios y brindar una excelente asesoría para un buen manejo del mismo.

La Bolsa de Valores de Quito (2000), indica la presencia del mercado de valores, el cual fue creado con el propósito de facilitar a los mercaderes a realizar compras y ventas de sus productos primarios. El mercado de valores ha ido evolucionando, restando participación a los productos primarios y enfocándose en títulos o papeles representativos de derechos económicos, ya sean estos patrimoniales, crediticios (deuda), o mediante activos por medio de las titularizaciones.

Por otra parte, las Bolsas de Valores (BV) son entes privados, cuyo principal objetivo es generar vías de rápido y fácil acceso a sus socios (casas de valores), quienes juegan un rol importante para el desenvolvimiento y desarrollo de los sectores productivos; ya que éstos cumplen el papel de intermediarios o conectores entre empresas e inversionista, para la toma de decisiones y a la vez encaminan a los agentes a involucrarse en el mercado de valores (Bolsa de Valores de Quito; 2000).

Las exigencias y estatutos estipulados por la Bolsa de Valores de Quito, desde 1969 hasta el año 2014, señalan que los únicos agentes autorizados a realizar transacciones u operaciones en la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) y Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) son las casas de valores que cuenten con la debida autorización otorgada por el órgano controlador (Bolsa de Valores), la Superintendencia de Compañías (SC), y el Consejo Nacional de Valores (CNV). De estos antecedentes nace la problemática, que se enfoca en evidenciar y analizar cuál es el papel o el rol que cumplen las casas de valores en el mercado de valores ecuatoriano. Los antecedentes especifican el qué hacen, a qué se dedican, a quiénes ayudan, cómo generan beneficios en el mercado de valores y cómo ayuda esto al desarrollo del mismo. A la vez pretenden demostrar en qué medida los usuarios o clientes ven al mercado bursátil como una opción de financiamiento.

El mercado de valores y casas de valores en el mundo tienen un papel importante por el peso que estas tienen en las debidas economías donde se encuentren, a la vez estas instituciones cumplen la función de desintermediación y de enlace entre los inversionistas y los inversores que se encuentran buscando las mejores opciones de invertir su capital.

Por reforma presidencial del año 2008, se señala que las casas de valores no pueden formar parte del conjunto de empresas manejadas por las entidades financieras, en otras palabras estas instituciones no pueden tener ningún otro tipo de negocio que no sea el de intermediación financiera, con el propósito de crear autonomía a los agentes de

desintermediación financiera, es decir, que las casas de valores pasen a ser un ente independiente y no controlado por entidades financieras.

Por esta razón, se analizará ¿qué papel cumplen las casas de valores en el mercado de valores ecuatoriano?.

En el primer capítulo se estudia el mercado de valores ecuatoriano, en el cual se analiza la economía del país y del principal competidor del mercado de valores (sistema bancario), así mismo se realiza el estudio del mercado bursátil con todos sus componentes.

Es decir en el primer capítulo de esta investigación se observara el estado de la economía del país desde el 2003 hasta el 2012, por medio del producto interno bruto, la inflación y el precio del petróleo. Seguido se analizará el sistema bancario que es el principal competidor del sistema bursátil y uno de los sistemas más usados en el país.

Después de esta revisión se analiza los papeles comerciales que se negocian en el mercado bancario y el mercado bursátil, para poder entender el ambiente en el cual trabajan y dan su aporte las casas de valores como agentes de desintermediación, y se termina el capítulo con el estudio de los agentes de intermediación bursátil quienes son uno de los ejes fundamentales del mercado de valores.

El segundo capítulo corresponde al descriptivo de la actividad económica del mercado de valores, en el cual se podrá observa los principales agentes del mercado, a la vez se podrá observar el papel que cumplen las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil.

Además este capítulo demostrará en términos estadísticos la “moda” que tienen los agentes del mercado tanto los inversionistas como los inversores.

Y por último en el tercer capítulo se analizará el papel y la importancia que tienen las casas de valores como agentes de desintermediación, en cual se podrá observar como el mercado de valores ecuatoriano depende de estos para que existan transacciones en el mismo.

Es decir, en tercer capítulo se demostrará el papel que tienen las casas de valores en el mercado ecuatoriano, ya que sin estas instituciones las personas inversionistas y las empresas emisoras de papel comercial no podrían interactuar entre ellos y el mercado de valores no podría existir.

Metodología del Trabajo

Frente a la necesidad de una investigación actualizada y centrada exclusivamente en el papel de las casas de valores en el mercado de valores nacional, la investigación analizará la importancia que tienen las casas de valores como agentes de desintermediación en el mercado bursátil, con la finalidad de aportar esa brecha de conocimiento y dando así un aporte teórico.

Según la Bolsa de Valores de Quito (2000), la creación de la bolsa tiene un proceso histórico, el cual comienza en el año de 1831 con la implementación del Código de Comercio de España de 1829. Después de la autorización del Código de Comercio de España, en el año 1882 entra en vigencia en el Ecuador el primer Código de Comercio Ecuatoriano. Dos años después de la implementación del Código de Comercio Ecuatoriano, en 1884 se crea en el Ecuador la primera bolsa de comercio la cual fue fundada en la ciudad de Guayaquil.

La investigación da a conocer la importancia que tienen las casas de valores del Ecuador, ya que con estas entidades se puede observar cómo se desarrolla el mercado bursátil.

Desde la creación de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil en el año de 1969, los datos que serán presentados en este trabajo son histórico – estadísticos, y ayudan al análisis de la evolución de las transacciones que ha tenido la BVQ y la BVG y el desarrollo que generan las casas de valores, para así llegar al enfoque fundamental de la investigación, que se centra en los años 2003 a 2012, en los cuales los cambios que han sufrido las casas de valores son considerables, permitiendo que exista mayor acogida a este mercado y generando un buen desarrollo para el mismo.

Este trabajo incluirá información de la Superintendencia de Compañías, Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, Superintendencia de Bancos y Seguros, y de las Casas de Valores del Ecuador.

Bajo estos parámetros, el presente estudio responde las siguientes preguntas de investigación.

Pregunta General

¿Cuál es el aporte que han generado las casas de valores ecuatorianas en la negociación de los títulos valores en el período 2003 - 2012?

Preguntas Específicas

- ¿Cuál ha sido la evolución de los títulos valores negociados por las casas de valores en el mercado de valores Ecuatoriano en el período 2003 - 2012?
- ¿Cuál es la participación que han tenido los activos de renta variable y renta fija negociados por las casas de valores en el Mercado de Valores nacional en el período 2003 - 2012 y qué impacto generó dicha participación?

- ¿Cuál es la participación de las casas de valores de Quito y Guayaquil en la negociación de títulos valores en el mercado de valores ecuatoriano en el período 2003 – 2012?

Estas preguntas generan los siguientes objetivos a cumplir

Objetivo General

Analizar el aporte que han generado las casas de valores en el mercado de valores ecuatoriano en las negociaciones de los títulos valores y su impacto en el desarrollo del mismo durante el período 2003 – 2012.

Objetivos Específicos

- Analizar la evolución de los títulos valores negociados por las casas de valores en el mercado de valores Ecuatoriano período 2003 – 2012.
- Analizar cuál es la importancia que tienen los activos de renta fija y renta variable negociados por las casas de valores en el mercado de valores Ecuatoriano.
- Analizar la participación de las casas de valores de Quito y Guayaquil en la negociación de títulos valores en el período 2003 – 2012 y observar que ciudad utiliza más el mercado de valores ecuatoriano.

Fundamento Teórico

Con la finalidad de entender el mercado de valores ecuatoriano, se presenta los fundamentos en la forma más sencilla posible para el entendimiento del tema. Visto que este trabajo va dirigido a todas las personas que les gustaría inmiscuirse en el mundo de los negocios, a la vez que pueda ser usado como una alternativa extra al conocimiento del mercado de valores. El trabajo presentado irá de lo general a lo específico, a la vez que apunta a que llegue a personas que no tengan conocimientos amplios sobre el tema.

Mercado

Basado en los conocimientos de uno de los grandes economistas, Mankiw (2007), señala que el mercado, es donde un grupo de compradores y vendedores de un determinado bien o servicio se reúnen para realizar un intercambio; en donde los compradores determinan la cantidad demandada y los vendedores o productores determinan la oferta del bien o servicio que ofrecen bajo las expectativas de los consumidores; a la vez que el Banco Mundial (2014) en su análisis presentado anualmente indica que el mercado es donde los compradores o consumidores buscan el mejor precio y en donde los productores buscan la maximización de sus costos, junto a esto Sanabria (2011), indica que el mercado es un grupo o conjunto de compradores y vendedores que se interrelacionan y que posibilitan realizar el intercambio de un bien o servicio.

Es decir el mercado es el lugar en el cual los agentes (compradores y productores) se reúnen para realizar un intercambio de bienes; donde una persona (consumidor) adquiere un bien o servicio y lo intercambia por un bien conocido como dinero; el cual es utilizado por el productor para la generación de nuevos o más bienes o servicios que este ofrece a los consumidores.

En el mercado van a estar inmiscuidos todos los agentes de una economía para realizar algún tipo de transacción; para el caso de esta investigación las bolsas de valores, las casas de valores y los inversionistas serán quienes formaran el mercado y generan el intercambio de bienes y servicios. Para la realización de las negociaciones que se den en el mercado se utilizara el dinero, que es una herramienta que todas las economías usan para poder realizar transacciones comerciales.

Como conocimiento general, se define al dinero, como uno de los instrumentos más importantes que tiene una economía, por esta razón Barro, Grilli y Febrero (1997), y Lordon (2011), señalan que es un medio de cambio, que no está respaldado por oro, ni por ninguna otra mercancía, pero que la sociedad lo apropio, a la vez que es un papel emitido por el Estado. Larraín y Sachs (2002), muestran cómo el dinero juega un papel fundamental en las economías de todos los países, ya que este es un elemento natural de la vida económica.

Lo que estos autores nos quieren dar a entender es que el dinero es un papel emitido por un Estado, sin ningún respaldo físico, pero que es aceptado y de curso legal en una economía, el cual sirve para la adquisición de bienes o servicios que satisfagan las necesidades de las personas.

Ahorro – Inversión

El ahorro y la inversión son variables importantes, de ahí que todas las personas, empresas, y el propio Estado buscan el mejor manejo de éstas; por esta razón Mankiw (2007), señala que estas dos variables son importantes determinantes del crecimiento a largo plazo del PIB y de los niveles de vida; al igual que Larraín y Sachs (2002) indican que estas deben estar equilibradas, de modo que el ahorro sea igual al ingreso y la inversión igual al consumo; es decir, que todo lo que ingresa es igual a todo lo que sale, cumpliendo la partida doble en un sentido contable, y por último Krugman y Obstfeld (2008) señalan que la inversión es la parte del producto utilizado por las empresas privadas para asegurar la producción futura.

Es muy importante conocer que dentro del mercado financiero y dentro de las matemáticas financieras, existen tres tipos de tasas de interés (simple, compuesto y continuo compuesto). El interés simple y el interés compuesto son usadas tanto en el mercado bancario como en el mercado de valores ecuatoriano.

Estructura de riesgo de las tasas de interés

La estructura de riesgo de las tasas de interés analiza las diferencias en riesgo entre distintas clases de bonos, debido a que su interés se centra sólo en las diferencias de riesgo, la estructura de riesgo mantiene constantes otros factores que afectan el rendimiento, como pueden ser el vencimiento, la redimibilidad, las características de hipotecas y los fondos de amortización.

Para dos clases de bonos que sólo difieran en su nivel de riesgo, existe una diferencia en rendimientos denominada diferencial de rendimientos o diferencia (separación) en rendimientos o diferencial en riesgo que se debe a ese riesgo diferente.

Relación riesgo y rendimiento

De acuerdo con lo mencionado por Ross, Westerfield, & Jordan (2006), el rendimiento depende del riesgo de la inversión, mientras más sea el riesgo, mayor será el rendimiento requerido. (pág. 384)

La relación que existe entre el riesgo y el rendimiento de un documento de renta fija, es directa, esto significa, que a mayor riesgo de documento los inversionistas demandarán un mayor rendimiento. Esta relación está afectada por variables, como: el vencimiento, amortización del documento y calificación de riesgo.

Como lo menciona Kolb (2013) “para dos clases de documentos de renta fija que solo difieran en su nivel de riesgo, habrá una diferencia en rendimientos denominada diferencial de rendimientos; a ésta se la puede definir como la diferencia en el rendimiento entre dos documentos de renta fija” (pág. 273).

Este diferencial de riesgo es también conocido como prima de riesgo y corresponde a un factor de tasa de interés adicional al pactado en el documento de renta fija original. La prima

de riesgo es aquella tasa de interés adicional que demandan los inversionistas por colocar su dinero en un determinado documento. Usualmente en épocas de mayor expansión económica o en sectores de la economía con mejores resultados financieros, la prima de riesgo es menor, que en el caso, de recesión económica o decrecimiento.

Otros factores que inciden en la prima de riesgo en documentos de renta fija, son las tasas de interés y el horizonte de inversión medido por el vencimiento del documento; cuando la tasa de interés es más alta y/o el plazo de vencimiento es mayor existe una prima de riesgo mayor demandada por el inversionista. En este sentido, la prima de riesgo que demanda el inversionista mide el riesgo de incumplimiento del emisor.

Al respecto Kolb (2013) menciona que “mientras mayor sea la posibilidad de incumplimiento será mayor la prima de riesgo que tiene que pagar un documento de renta fija para atraer inversionistas” (pág. 276).

Para sistematizar la información de mercado a los inversionistas, existen los servicios de clasificación de riesgo, tales como Moody`s y Standard & Poor`s, estas calificadoras de riesgo recopilan la información de los emisores y emiten su calificación de acuerdo a sus mecanismos de evaluación crediticia. Los bonos con una calificación menor tienen mayores primas de riesgo.

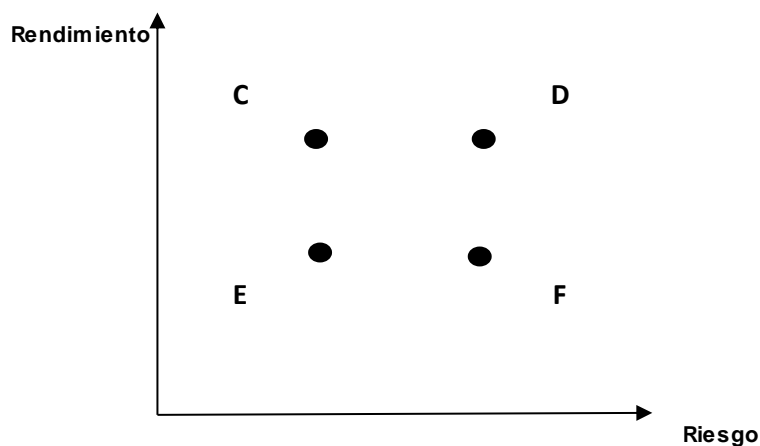
En la teoría de inversiones, una medida para medir el riesgo la constituye la desviación estándar de los rendimientos; de esta manera el inversionista puede tomar una decisión que se apege a su apetito por el riesgo de un documento de renta fija a cambio de una mayor prima por riesgo. Para ejemplificar este aspecto, se determina una relación entre dos documentos de renta fija, con los siguientes rendimientos históricos:

Años	Rendimiento documento	Rendimiento documento
	Renta Fija A	Renta Fija B
Año 1	18%	14%
Año 2	15%	9%
Año 3	-13%	2%
Año 4	5%	-3%
Año 5	14%	7%
Promedio rendimiento	7.8%	5,8%
Varianza	1.58%	0.42%
Desviación estándar	12.60%	6.53%

Para proceder con el ejemplo, los rendimientos históricos serán iguales a los rendimientos esperados, por lo que, el rendimiento del documento A es 7.8% y el rendimiento del documento B es 5.8%.

Como se puede apreciar, en el ejemplo el documento B tiene un menor rendimiento esperado y menor nivel de riesgo medido por la desviación estándar de los rendimientos históricos. Si el inversionista acepta invertir en el documento A debe aceptar un mayor nivel de riesgo del documento. Por el contrario, si el inversionista busca un menor nivel de riesgo debe sacrificar rendimiento y escoger el documento B.

Esta relación de intercambio entre riesgo y rendimiento se la conoce como la relación de dominio entre los valores de riesgo y rendimiento. Como se muestra en el siguiente gráfico, la posición ideal del inversionista es en el punto C, donde existe un mayor rendimiento y menor riesgo; de igual manera, el punto F es la posición fatal para el inversionista porque existe un mayor riesgo y menor inversión.



En el caso de los valores C y E, que tienen un mismo valor de riesgo y diferentes valores de rendimiento, el punto C domina al punto E, ya que, cualquier inversionista preferiría el punto C, porque su menor valor de riesgo. En base a estas relaciones de dominio se establecen las siguientes condiciones:

- si un valor ofrece rendimientos esperados más altos y el mismo nivel de riesgo que un segundo valor, el primer valor domina al segundo.
- si un valor tiene el mismo rendimiento esperado y un nivel de riesgo inferior al del segundo valor, el primer valor domina al segundo.
- si un valor tiene al mismo tiempo un rendimiento esperado más alto y un nivel de riesgo inferior que un segundo valor, el primer valor domina al segundo.

De acuerdo con la figura anterior, el punto C domina a D y el punto E domina a F por la primera condición. El valor C domina a E y el valor D domina a F por la segunda condición. Por último, el valor C domina a F por la tercera condición.

Diversificación del riesgo

La desviación estándar de un portafolio no es una combinación lineal simple de las desviaciones estándar de sus activos.

Riesgo específico de una inversión = σ
= Riesgo diversificable + Riesgo no diversificable

Riesgo no diversificable (subtitulo)

Conocido como riesgo sistemático o riesgo de mercado, no puede ser eliminado por diversificación y es causado por:

- ✓ Condiciones generales de la economía (recesión)
- ✓ Cambios agudos de política monetaria

Refleja el grado al cual los retornos de un activo se mueven sistemáticamente con aquellos de otros activos.

El mercado paga una prima por el riesgo no diversificable.

Riesgo diversificable

También se le conoce como no sistemático o específico al activo puede ser eliminado por diversificación, puede ser causado por:

- ✓ Falla o éxito de una compañía en el lanzamiento de un producto
- ✓ Fallo o éxito al lograr un contrato
- ✓ Falla o éxito al eliminar un paro o una demanda legal

Estos eventos son aleatorios entre compañías y sus efectos tienden a cancelarse unos con otros. El mercado no paga una prima por el riesgo diversificable.

Teoría sobre portafolios

Un portafolio es una combinación de dos o más títulos valores, de acuerdo con Ross, Westerfield, & Jordan (2006), es el grupo de activos como acciones y bonos mantenidos por un inversionista (pág. 421), la combinación de estos dentro de un portafolio reduce el riesgo.

Por tanto un portafolio eficiente es aquel de más alto retorno esperado, para un nivel de riesgo dado, alternativamente aquel de menor riesgo para un rendimiento esperado dado.

Un portafolio es eficiente si:

- ✓ Otro portafolio con el mismo retorno esperado tiene riesgo inferior.
- ✓ Ningún otro portafolio con el mismo riesgo tiene retorno esperado más alto.

- ✓ Los inversionistas prefieren portafolios eficientes frente a los ineficientes.

El grupo de portafolio eficiente es llamado la frontera eficiente.

El retorno esperado del portafolio depende de:

- El retorno esperado de los títulos valores en el portafolio
- Los pesos en el portafolio

El riesgo del portafolio depende de:

- El riesgo de los títulos valores en el portafolio
- Los pesos en el portafolio referidos al porcentaje del valor total de una cartera que corresponde a un activo en particular.
- El coeficiente de correlación de los retornos en los títulos valores.

Mientras el retorno esperado del portafolio está entre los retornos esperados de dos títulos valores, el riesgo es menor que el riesgo de cualquiera de los dos títulos valores individuales.

Cuando se combina los riesgos de los dos títulos valores el resultado es una reducción sustancial del riesgo diversificación. Este beneficio sustancial de la diversificación proviene de la correlación negativa entre los retornos de dos títulos valores. Cuando a uno le va bien al otro le va mal.

- Entre más bajo el coeficiente de correlación es más probable que los buenos resultados contrarresten los malos resultados, se debe considerar que el retorno esperado del portafolio no es afectado por el coeficiente de correlación.
- Entre más bajo es el coeficiente de correlación más grande es el potencial para diversificar el riesgo.

Este tipo de correlación se refiere al momento en el que los retornos de dos acciones están perfecta y positivamente correlacionados, no hay potencial para diversificación del riesgo. El riesgo del portafolio es simplemente el promedio ponderado de los riesgos de los títulos valores individuales.

Este tipo de correlación se refiere al momento en el que los retornos de dos acciones están perfecta y negativamente correlacionados, es posible eliminar todo el riesgo mediante un apropiado balance de las dos acciones dentro del portafolio. Así, es posible lograr un buen resultado, cancelando exactamente los malos resultados.

Valoración de Bonos

Un bono u obligación representan préstamos extendidos por los inversionistas a las corporaciones y/o el gobierno. Son emitidos por el prestamista y adquiridos por el

prestatario. El contrato legal que subyace el préstamo tiene el nombre de contrato de emisión, en el Ecuador este contrato se llama Escritura de emisión.

El valor de una obligación es el valor presente de los pagos futuros de Cupón y Principal, prometidos en el contrato. A la fecha de emisión, la tasa de interés se establece de tal forma que el valor presente de los pagos futuros sea muy cercano a su valor par.

Después, según las condiciones de mercado cambian, el valor de la obligación puede desviarse de su valor par.

Los elementos claves de un Bono u Obligación

* *Valor Par (face value o valor nominal)*

Corresponda a la cantidad (excluyendo intereses) que el prestamista devolverá al final de la vida (plazo) de la obligación.

El valor nominal de todos los bonos (obligaciones) emitidas en un momento dado del tiempo y con características idénticas se llama el valor principal.

* *Tasa de interés (Coupon rate)*

Determina el pago periódico de intereses al tenedor de la obligación. El pago anual sería igual al valor par (nominal) x la tasa de interés = Cupón

Las obligaciones (bonos corporativos) generalmente pagan los intereses en cuotas semestrales.

* *Vencimiento (Maturity)*

El vencimiento original corresponde a la vida (plazo) de la obligación cuando ésta se ha emitido. El emisor promete repagar el principal al vencimiento.

* *Fondo de amortización (Sinking Fund)*

El valor principal es repagado en cuotas a lo largo de la vida de la obligación, algunos contratos de emisión requieren la formación de un fondo de amortización. Este requisito es mandatorio para el emisor ya que protege al inversionista de eventos negativos futuros.

* *Provisión de recompra (Call provision)*

Permite al emisor recomprar las obligaciones antes de su fecha de vencimiento al precio de recompra.

El precio de recompra es superior al valor par (nominal) y usualmente declina con el tiempo, la obligación (bono) puede estar protegida de recompra durante los primeros años. El emisor no puede recomprar estas obligaciones durante este período de prohibición y éste puede ser igual al plazo de emisión.

* *Provisión de conversión*

Una obligación puede ser convertida a opción de su tenedor en un número pre especificado de acciones comunes de la empresa emisora. El número de acciones que se pueden obtener por obligación redimida es llamado tasa de conversión.

Aspectos legales del mercado de valores en el Ecuador

En el Ecuador la normativa que rige el mercado de valores y su funcionamiento es la Ley de Mercado de Valores (Congreso Nacional, 1998), que fue emitida en el año de 1998; en este cuerpo legal contiene las consideraciones legales que permiten la operatividad del mercado de capitales y las diversas entidades que forma parte del sistema de valores ecuatoriano. Además contiene las definiciones de los instrumentos de negociación en el mercado de valores de forma bursátil y extrabursátil. Los principales aspectos de la ley son los siguientes:

Valores de negociación en el mercado de valores

La consideración inicial es definir cuáles son los instrumentos de inversión que se transan en el mercado de valores, para conocer las características de las negociaciones bursátiles y extrabursátiles. La ley de mercado de valores define valor de la siguiente manera:

“Artículo 2.- Definición de valor: considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización.”

Definición de mercado de valores

Contextualizado el concepto de valor o instrumento de inversión, se debe definir el mercado de valores, donde se ejecutan las operaciones entre los participantes, sean personas naturales o jurídicas, en este aspecto la ley ecuatoriana define mercado de valores de la siguiente manera, tomando en consideración la naturaleza de la negociación:

“Artículo 3.- Definición de mercado de valores: El mercado de valores utiliza los mecanismos previstos en esta 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 de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la presente 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.

Se entenderá como negociaciones de mercado privado aquellas que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales, sobre valores no inscritos en el Registro de Mercado de Valores o que estando inscritos sean producto de transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales y de hecho.”

Regulación del mercado de valores

Una de los puntos más importantes para que el mercado de valores funcione adecuadamente es su regulación por parte de la entidad pública, como es el caso del Ecuador de la Superintendencia de Compañías; además para que el sistema de valores tenga mayor nivel de transparencia, es necesario los mecanismos de autorregulación entre los participantes. De esta forma en los artículos 5 y 43 de la Ley de Mercado de Valores, establece lo siguiente:

“Artículo 5.- Junta de Regulación: Créase la Junta de Regulación del Mercado de Valores como un organismo de derecho público perteneciente a la Función Ejecutiva para establecer la política pública del mercado de valores y dictar las normas para el funcionamiento y control 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 esta Ley.”

“Artículo 43.- Autorregulación: Se entiende por autorregulación, la facultad que tienen las bolsas de valores y las asociaciones gremiales formadas por los entes creados al amparo de esta Ley y debidamente reconocidos por la Junta de Regulación del Mercado de Valores, 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 contemplará al menos las normas de ética, disciplina, autocontrol, vigilancia, sanción y sanas costumbres constituidas por hechos uniformes, públicos y generalmente practicados.”

Oferta de títulos en el mercado de valores

Para el caso de la negociación de títulos valores o instrumentos de inversión la Ley de Mercado de Valores, establece las condiciones de oferta y registro, así como la definición de los mercados donde se ejecutan estas transacciones entre los inversionistas y la condición de los títulos valores entre renta fija y renta variable, lo define de la siguiente manera:

“Artículo 11.- 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 Junta de Regulación del Mercado de Valores, 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. Oferta pública secundaria de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar en el mercado, aquellos valores emitidos y colocados previamente.”

“Artículo 18.- Registro del Mercado de Valores: Créase dentro de la Superintendencia de Compañías el Registro del Mercado de Valores en el cual se inscribirá la información pública respecto de los emisores, los valores y las demás instituciones reguladas por esta Ley. La inscripción en el Registro del Mercado de Valores, constituye requisito previo para participar en los mercados bursátil y extrabursátil.”

“Artículo 29.- Mercado primario y secundario: Mercado primario, es aquel en que los compradores y el emisor participan directamente o a través de intermediarios, en la compraventa de valores de renta fija o variable y determinación de los precios ofrecidos al público por primera vez.

Mercado secundario, comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación; por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, los reciben sus vendedores. Tanto en el mercado primario como en el secundario, las casas de valores serán los únicos intermediarios autorizados para ofrecer al público directamente tales valores, de conformidad con las normas previstas en esta Ley y las resoluciones que expida la Junta de Regulación del Mercado de Valores.”

“Artículo 30.- Valores de renta fija: 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 que emita en el mercado bursátil a través de una casa de valores, o un operador autorizado, salvo los casos de excepción previstos en esta Ley.”

“Artículo 32.- 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.”

Bolsas de valores

El sitio donde confluye compradores y vendedores en el mercado de valores y un ente muy importante para el funcionamiento es la Bolsa de Valores, que es la institución que establece las directrices y se encarga de la transparencia de la información. La normativa vigente la define de la siguiente manera:

“Artículo 44.- Bolsa de valores: Las bolsas de valores son sociedades anónimas, cuyo objeto social único es 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 Junta de Regulación del Mercado de Valores, mediante norma de carácter general”.

“Artículo 45.- Constitución y autorización de funcionamiento: 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 Junta de Regulación del Mercado de Valores que contemplen, por lo menos, criterios de capital mínimo, objeto exclusivo y sistemas tecnológicos.”

Actores en el mercado de valores

Además de los inversionistas, las instituciones que componen el mercado de valores actúan dentro del sistema para establecer dinamismo y agilidad en las negociaciones, en el caso ecuatoriano los actores del mercado de valores según la ley son los siguientes:

“Artículo. 56.- 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 esta Ley. El capital mínimo será fijado por la Junta de Regulación del Mercado de Valores 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. Las casas de valores deberán cumplir los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles que determine la Junta de Regulación del Mercado de Valores, tomado en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del país. El incumplimiento de estas disposiciones reglamentarias será comunicado por las casas de valores 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.”

“Artículo 60.- Depósito centralizado de valores: Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores serán las instituciones públicas o las compañías anónimas que sean 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.”

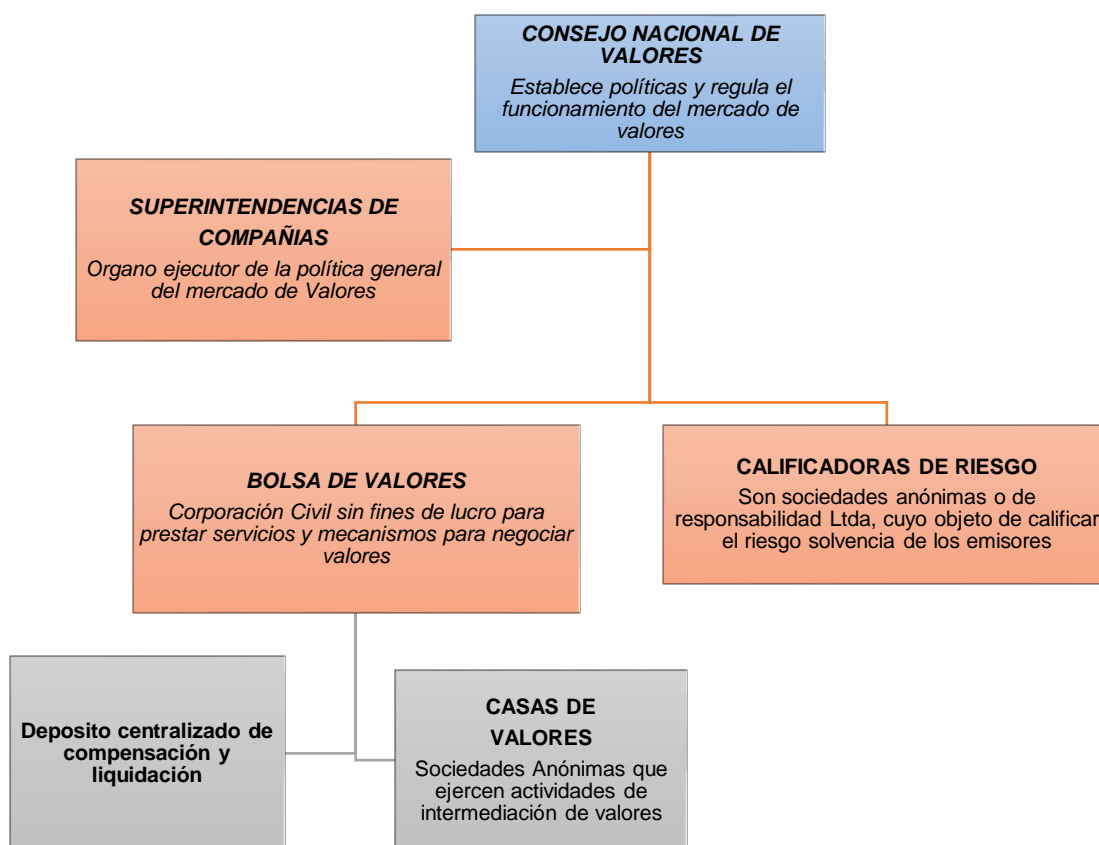
“Artículo 74.- Inversionistas institucionales.- Para efectos de esta Ley, se entenderá por inversionistas institucionales, a las instituciones del sistema financiero públicas o privadas, a las mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, a las cooperativas de

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 Junta de Regulación del Mercado de Valores 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.”

“Artículo 176.- Calificadoras de riesgo: Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, 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 constituirán con un capital suscrito y pagado en su totalidad en numerario, cuyo monto será fijado por la Junta de Regulación del Mercado de Valores, 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. Dichas sociedades deberán incluir en su nombre, la expresión "Calificadora de Riesgos", la que será de uso exclusivo para todas aquellas entidades que puedan desempeñarse como tales según lo establece esta Ley.”

En el siguiente gráfico se distingue la estructura del mercado de valores según la legislación ecuatoriana:

Gráfico N° 1.



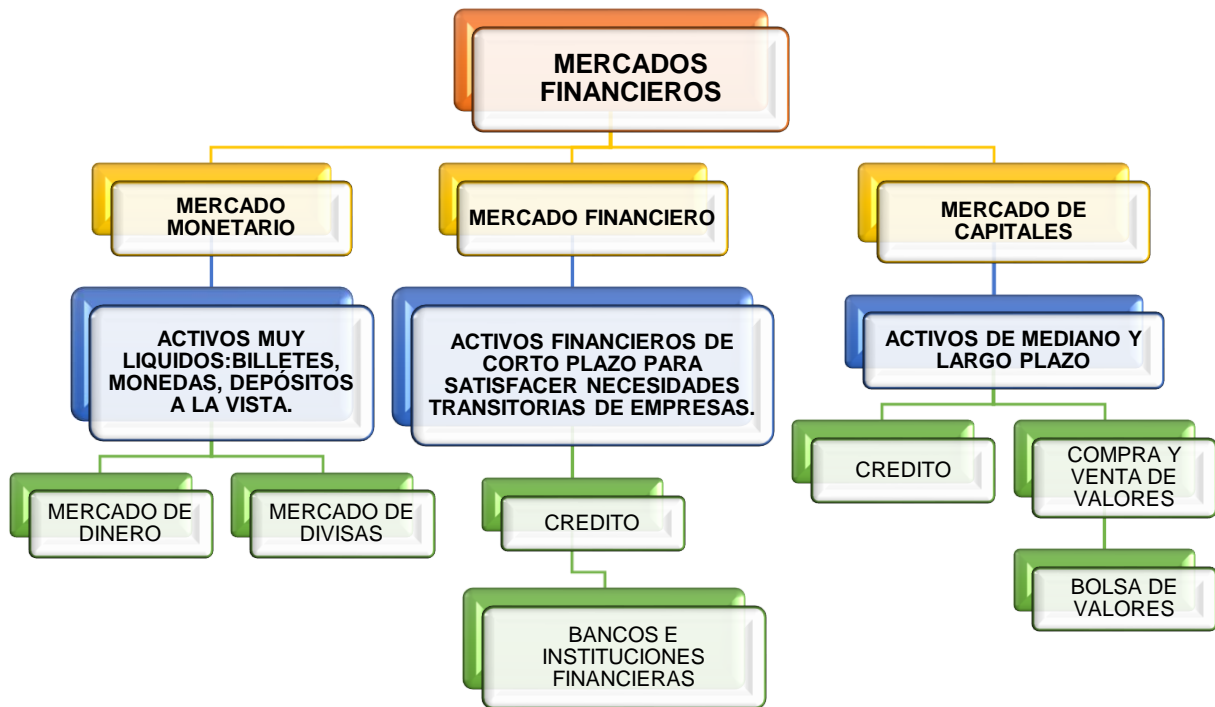
Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaboración: Carlos Galarza

Consideraciones teóricas del mercado de capitales

Para entender de mejor manera las consideraciones teóricas del mercado de capitales, es importante establecer la estructura de los mercados de financiamiento e inversión del cual forma parte el mercado de capitales. En el siguiente gráfico se puede notar la diferencia entre los distintos tipos de mercados donde pueden acudir los agentes económicos con superávit o déficit de liquidez, para satisfacer sus necesidades de inversión o financiamiento:

Gráfico N° 2.



Fuente: Narvaez Valenzuela, 2008

Elaboración: Carlos Galarza

Mercado Monetario

El mercado monetario, también llamado mercado de dinero, se caracteriza por un alto grado de liquidez, trabaja con fondos de corto plazo y bajo riesgo. Está compuesto por instituciones del sistema financiero, bancos y sociedades financieras. La principal función del mercado monetario es proporcionar al público y a los agentes económicos en general la posibilidad de mantener una parte de su riqueza en títulos o valores con un elevado grado de liquidez y una rentabilidad aceptable.

Mercado Financiero

En este mercado las operaciones se producen entre entidades financieras e inversionistas. Las instituciones del sistema financiero son los intermediarios de negociación directa los cuales perciben un margen por colocación de créditos.

Las instituciones prestamistas asumen el riesgo entre el ahorrista y el deficitario de recursos, los fondos del ahorrista captados por las entidades financieras cambian de propiedad para éstas, a cambio de la entrega de un título valor de renta fija. En éste mercado se puede

obtener financiamiento de recursos, sin embargo el costo del dinero es muy elevado. La tasa de interés que cobran debe cubrir los costos operativos y el margen de ganancia para la institución. Por otro lado, los agentes deficitarios no siempre acuden a éste mercado y pueden buscar otras alternativas de financiamiento en otros mercados como el de capitales.

Mercado financiero

En el mercado de capitales se ofertan y demandan fondos para financiar proyectos de medio y largo plazo. Las instituciones que lo conforman son las bolsas y las casas de valores. A diferencia del mercado monetario, en éste el riesgo es mayor pero se pueden obtener ganancias de capital más atractivas. El riesgo que se asume no origina en los resultados de los emisores, sino también en el entorno económico. Los mercados de capitales han tenido escaso desarrollo en el Ecuador, en razón de que las reglas para los buscadores de recursos, son diferentes a las de los mercados crediticios. Cuando una empresa acude al mercado de capitales se le exige entregar información amplia, transparente y a luz abierta.

Los instrumentos de valores que se negocian en el mercado de capitales se clasifican de acuerdo al tipo de renta que recibe el inversionista, estos son renta fija y renta variable, en el siguiente gráfico se puede detallar estos instrumentos de inversión y con los respectivos ejemplos:

Gráfico N° 3.

Valores Negociados	Renta Fija	Corto plazo con tasa de interés	Pagarés Polizas de acumulacin Certificados de Depósito Certificados de Inversión Certificados de Ahorro Certificados Financieros Papel Comercial
		Corto Plazo con descuento	Cupones Letras de cambio Aceptaciones Bancarias Certificados de Tesorería Títulos del Banco Central
		Largo Plazo	Bonos del Estado Cédulas Hipotecarias Obligaciones Valores de Titularización
	Renta Variable	Acciones	

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaboración: Carlos Galarza

Capítulo I: El Mercado de Valores Ecuatoriano

1.1 Antecedentes: Mercado de valores en la economía nacional

En principal concepto de mercado de valores o mercado de capitales, se centra en definirlo como el lugar donde acuden compradores y vendedores de instrumentos financieros de renta futura con el fin de obtener una rentabilidad esperada. El mercado de valores es una herramienta de desintermediación financiera que es utilizada por los agentes económicos para financiar sus actividades productivas. Los títulos valores transados en el mercado de valores son denominados de renta fija y renta variable.

En el primer caso, se refiere principalmente a los bonos, obligaciones y/o titularizaciones que tienen una renta determinada desde el inicio de la operación financiera. En el segundo caso, se refiere a las acciones de las empresas que ofrecen compartir una porción de su rentabilidad a cambio de un determinado precio por la acción adquirida.

El origen del mercado de valores, tuvo su lugar en la Europa medieval del siglo XII, específicamente en Francia, cuando personas especializadas en la negociación de deudas agrícolas comercializaban sus documentos en representación de los bancos. Posteriormente, en el siglo XIII los banqueros de la ciudad-estado de Venecia iniciaron la comercialización de documentos emitidos por el gobierno de la ciudad con el fin de financiar obras de infraestructura. Esta práctica se difundió rápidamente por el resto de ciudad de la península itálica como Pisa, Verona y Florencia.

La Bolsa de Valores de México (2015) señala que en el siglo XIV la actividad de los mercados de valores se expandió al Reino de Holanda, donde se crearon las primeras sociedades basadas en la emisión de acciones, de esta forma nace el primer mercado de compra y venta de renta variable. En el año de 1602, la compañía holandesa East Indian Company, fue la primera compañía que emitió bonos y acciones para financiar su actividad de exploración en los territorios de América del Norte.

A partir del siglo XVII, se fomentó el negocio del mercado de valores, como se lo conoce en la actualidad y fue la Bolsa de Amsterdam la pionera en introducir conceptos de banca de inversión, comercio continuo, fondos de inversión y documentos especulativos de rentabilidad.

La primera bolsa de valores en el territorio americano, fue en el año de 1792 en Nueva York, cuando un grupo de comerciantes dio origen al New York Stock Exchange en un edificio al final de la calle Wall Street. En su inicio, la Bolsa de Valores de Nueva York tenía un tamaño reducido en relación a sus pares de Europa; fue a partir de la Primera Guerra Mundial, cuando el viejo continente se devastó por la guerra y posterior recesión económica, hizo que los inversionistas pusieran sus ojos en el mercado de valores estadounidense convirtiéndolo en pocos años en el epicentro de la actividad del mercado de valores a nivel mundial.

En el caso latinoamericano, el primer mercado de valores se estableció en Argentina en el año 1854, con la fundación de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires en la calle San Martín; inicialmente el mercado de valores argentino se concentró en la negociación de materias primas y minerales, posteriormente se expandió a la negociación de documentos de renta variable.

En el año de 1890, en Sao Paulo se da inicio formalmente al mercado de valores de Brasil, con el nacimiento de la Bolsa de Valores de Sao Paulo, es importante mencionar que desde su fundación hasta mediados del siglo anterior el mercado de valores brasileño estuvo regentado por instituciones públicas. El siguiente mercado de valores latinoamericano en instaurarse formalmente fue la Bolsa de Valores de México, en el año de 1895, se reunieron los emisores y corredores de acciones para conformar un mercado estructurado para fomentar la inversión en renta fija y variable.

En el Ecuador el primer intento de establecer un mercado de valores formal, sucedió con el establecimiento de la Bolsa de Comercio en el año 1906, bajo el amparo del Código de Comercio de la época, sin embargo, esta iniciativa no tuvo mayor duración, debido al poco interés de los inversionistas y de los emisores.

En 1935 se establece un nuevo intento por formalizar el mercado de valores en el país, esta vez no prosperó debido a la generalización de la crisis financiera internacional y la preocupación de los inversores por no perder sus capitales llevó al cierre de la naciente Bolsa de Valores establecida en la ciudad de Guayaquil.

Finalmente en el año de 1969 mediante la expedición de la Ley de Compañías se formalizó el mercado de valores en el país con el establecimiento de dos compañías anónimas en las ciudades de Quito y Guayaquil con el fin que se gestione la creación de las bolsas de valores en las mencionadas ciudades.

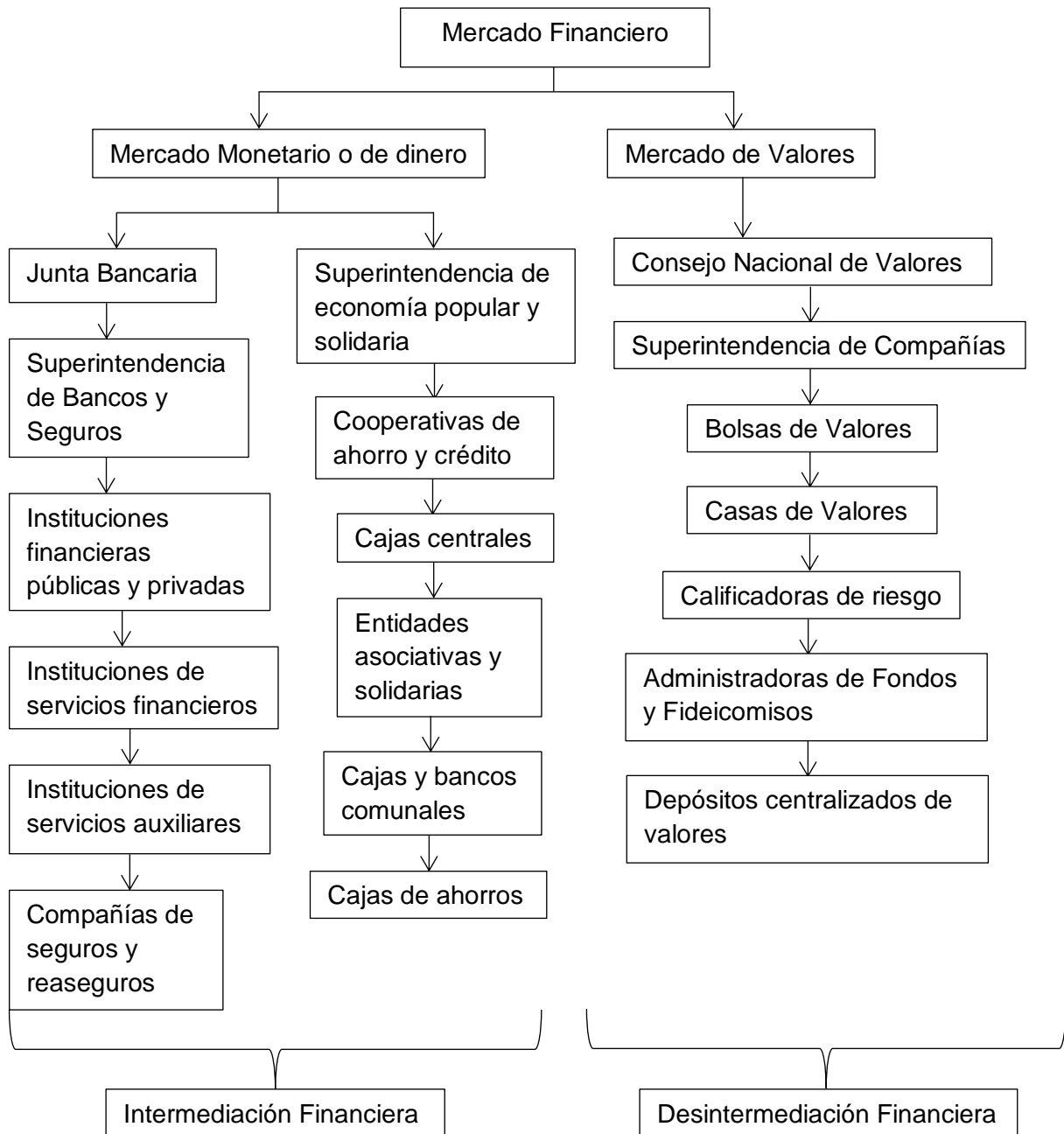
En el año de 1993 se expidió la primera Ley de Valores que regularía el mercado de valores y establecería los principales lineamientos para su correcto funcionamiento; entre las principales reformas se determinó la creación de las casas de valores y el cambio de figura jurídica de las bolsas de valores de Quito y Guayaquil, de compañías anónimas a corporaciones sin fines de lucro.

En el año de 1998 se expidió la nueva Ley de Mercado de Valores que se encuentra vigente, en este cuerpo legal se estableció los principios de regulación efectuados por la Superintendencia de Compañías bajo la figura del Consejo Nacional de Valores.

La Bolsa de Valores de Quito (2006) y la Bolsa de Valores de Guayaquil (2014), coincide que en el Ecuador, el mercado financiero se enfoca en dos ramas muy importantes.

Estas ramas facilitan la canalización de los recursos para el financiamiento de diferentes actividades económicas que las empresas necesiten, ya sean para la actividad económica o productiva, según las necesidades y urgencias que tengan las empresas en el momento de solicitar el financiamiento o en el momento en que se encuentren en busca del mismo.

Gráfico N° 04
Clasificación del mercado de valores



Fuente: Bolsa de Valores de Quito (2014)

Elaborado: Carlos Galarza

La Bolsa de Valores de Quito (2006) manifiesta que el mercado monetario o de dinero es aquel en el cual se negocian activos financieros de corto plazo, los cuales tienen una liquidez muy alta, debido a que son derivados de operaciones comerciales o crediticias que se realizan en las instituciones como bancos, mutualistas, cooperativas de ahorro y crédito,

etc., como ya se lo mencionó anteriormente, además que este cumple la función de un intermediario directo.

Y por el otro lado, tenemos al mercado de capitales, que es aquel que se encarga de la negociación de activos financieros de mediano y largo plazo, que tiene como su principal centro de negociación la Bolsa de Valores, en donde se cumple una intervención directa; es decir, aquí entran a jugar las casas de valores que cumplen con la función de buscar empresas e inversionistas para que negocien entre ellos, lo que se puede llamar como intervención financiera directa.

En este caso, las casas de valores no captan ni colocan dinero en créditos sino que cumplen con la finalidad que ya se mencionó, el de buscar inversionistas y empresas que deseen negociar entre sí.

Por estas razones, el mercado de valores tiene las siguientes ventajas de acuerdo a lo que señala la Bolsa de Valores de Quito (2006):

- **Función de inversión:** Esta consiste en canalizar directamente los ahorros hacia la inversión productiva, lo que ayuda a que se reduzca e incluso en ciertos casos que se elimine el uso ocioso de recursos financieros en la economía. Y por otro, lado ofrece a las empresas una alternativa de financiamiento a menores costos, puesto que la conexión se la realiza directamente con los ahorristas.
- **Función de liquidez:** Esta función o ventaja que tiene el mercado de valores es que todos aquellos que poseen o son tenedores de valores tienen la posibilidad de transformar su título valor en efectivo en el instante y momento que lo deseen.
- **Función de participación:** Esta ventaja permite que todos los ahorristas puedan participar en la gestión de desarrollo económico, dando apertura al fácil ingreso al mercado de valores.
- **Función de circulación:** Esta función ayuda y facilita la circulación de la riqueza, es importante ya que gracias a esta, el mercado de valores puede buscar desarrollo y nuevos participantes, ya que permite que el movimiento que existe de la riqueza sea rápida y eficiente.
- **Función informativa:** Una de las ventajas más grandes que tiene el mercado de valores, lo podemos atribuir a esta función, ya que permite que todos los agentes tengan información de todo lo que se negocia y circula en el mercado día a día

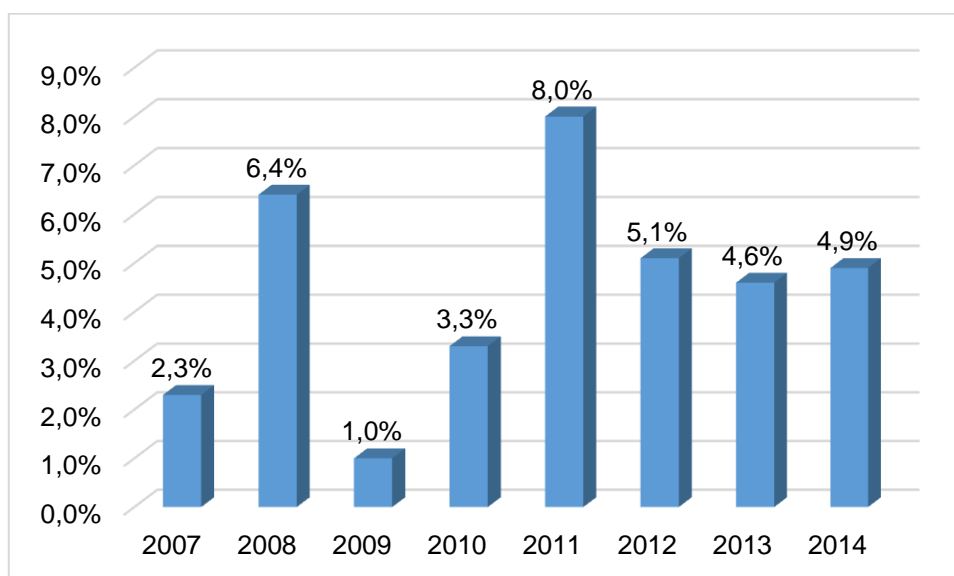
Sin embargo, de estas funciones o ventajas ya mencionadas, es importante recordar que el principal rol del mercado de valores es la creación de capital, el cual permita el levantamiento, crecimiento, o creación de empresas por medio de la conexión directa entre los inversionistas y las empresas.

1.2.1 Breve descripción del entorno financiero del período 2003 – 2014

Previamente a tratar el tema central de la investigación es preciso analizar el panorama económico del país a través de los principales indicadores macroeconómicos como es el caso del Producto Interno Bruto (PIB), Inflación y Balanza Comercial.

Producto interno bruto (PIB)

Gráfico N° 05
Tasa de crecimiento anual del PIB
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaboración: Carlos Galarza

Como se puede ver en la gráfica anterior, la evolución que ha tenido el PIB durante el periodo 2007 – 2014, ha sido favorable, a excepción de los años 2007 y 2009, donde si bien hubo crecimiento, este no fue tan alto como en los otros años. Sobre todo en el 2009 cuando el sistema económico del país se vio afectado por la crisis financiera internacional, que redujo considerablemente las remesas de los migrantes y la caída de algunos productos de exportación, la reducción del precio del petróleo que tuvo efectos negativos en la balanza comercial y la liquidez del Estado con la reducción de la Reserva Internacional de Libre Disponibilidad.

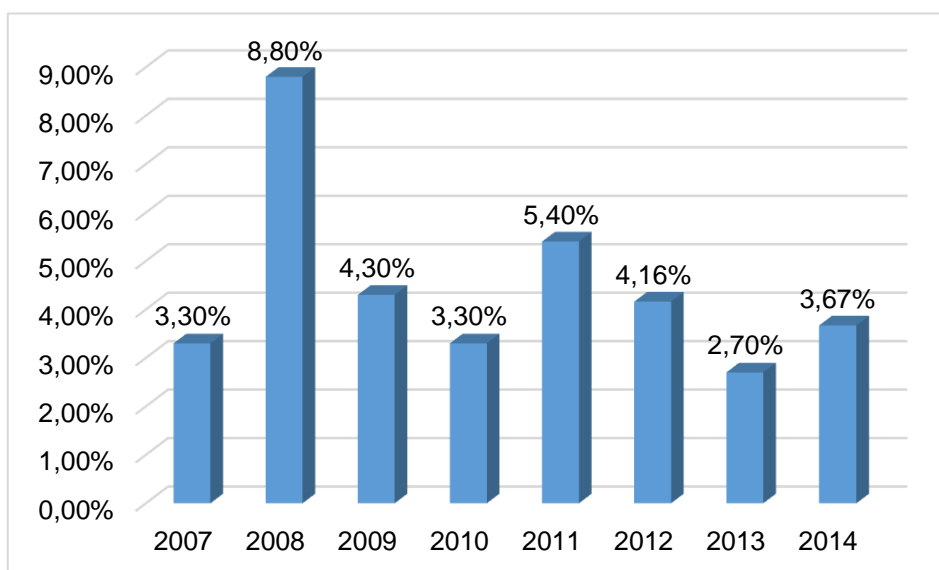
Por otro lado, en el año 2011 se experimenta uno de los crecimientos del PIB más importantes dentro de los últimos años, en donde la economía creció al 8%, siendo los

sectores de la construcción, el suministro eléctrico, la pesca y la intermediación financiera los que impulsaron este crecimiento.

Para el año 2014 el PIB se situó en el 4.9%, 0.3% por encima del año anterior, pero más bajo con respecto al año 2012. Esto se debe principalmente a la dinamización de la demanda interna, a la inversión pública y a la recuperación de la actividad de refinación del petróleo.

Inflación

Gráfico N° 06
Inflación anual
(En porcentaje)



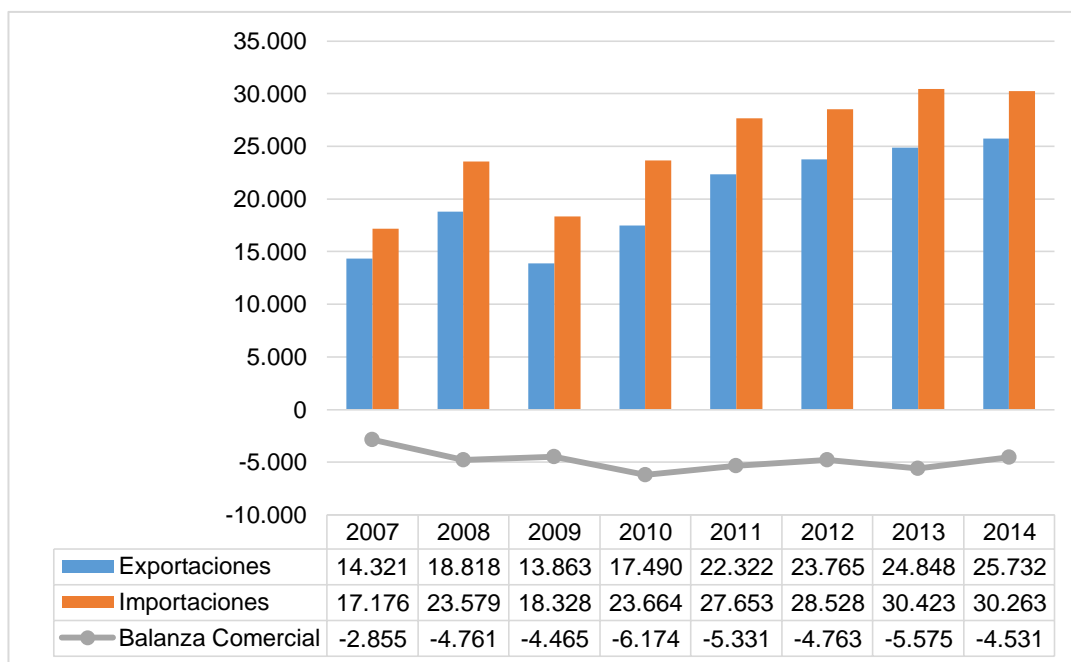
Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaboración: Carlos Galarza

Durante el periodo de análisis 2007 – 2014, el año 2008 fue el que registró una mayor inflación con el 8.80%, esto se debió básicamente al incremento excesivo en el precio de los alimentos y bebidas no alcohólicas, seguido de muebles y artículos para el hogar. Sin embargo a partir de este año, la inflación se ha reducido considerablemente con respecto a los años anteriores, en donde la inflación registrada al finalizar los años 2013 y 2014 se ubicó en 2.7% y 3.67% respectivamente. Esto se debe a la estabilidad que ha existido en los precios de los insumos para la producción de los bienes y prestación de servicios de consumo final, en donde se implementaron políticas de subsidios que beneficiaron principalmente a los pequeños y medianos productores.

Balanza comercial

Gráfico N° 06
Evolución de la balanza comercial total del Ecuador
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Carlos Galarza

El comportamiento de la balanza comercial ecuatoriana durante el periodo 2007 – 2014, ha presentado una tendencia de déficit comercial. Sin embargo, es necesario mencionar que el déficit tuvo su mayor valor en el año 2010, a partir de entonces ha tenido una tendencia a disminuir, debido a la aplicación de políticas orientadas a proteger la industria local y fomentar la producción nacional, como es el caso de la sustitución de importaciones, el cambio de la matriz productiva y medidas de tipo arancelario.

Analizando la estructura de la economía del país y se determinan las siguientes conclusiones:

- **Inflación.-** la inflación en el país en el periodo 2007 – 2014 tiene niveles porcentuales bajos, esto tiene un efecto positivo con el ingreso de las familias, ya que su capacidad adquisitiva se mantiene en el tiempo y puede incrementar su nivel de consumo, lo que provoca una mayor preferencia por productos importados.
- **Producto Interno Bruto.-** el crecimiento económico que ha tenido el país en el periodo analizado genera estabilidad en las empresas y hogares; esto impulsa el sector comercial lo que incrementa las importaciones de bienes de consumo.

- Balanza Comercial.- ante el panorama de estabilidad, crecimiento y baja inflación; el sector externo del país se desequilibra porque las exportaciones del país tienen una alta dependencia del petróleo y el resto de productos de exportación del país no han crecido al mismo ritmo de las importaciones

1.2.2 Mercado financiero ecuatoriano

A criterio de Andrade (2006), “el sistema financiero tiende a promover el desarrollo económico del país a través del crédito y la inversión mediante un manejo armónico de la política fiscal” (p. 103).

Un sistema financiero es el conjunto de instituciones que tiene como objetivo canalizar el ahorro de las personas. Esta canalización de recursos permite el desarrollo de la actividad económica (producir y consumir) haciendo que los fondos lleguen desde las personas que tienen recursos monetarios excedentes hacia las personas que necesitan estos recursos. Los intermediarios financieros crediticios se encargan de captar depósitos del público y, por otro, prestarlo a los demandantes de recursos.

El sistema financiero está compuesto por instituciones cuyo objetivo es captar el ahorro de las personas. Esta captación de fondos permite que la actividad económica de un país se desarrolle mediante la concesión de préstamos de esos recursos a quienes lo necesitan.

El proceso de captación y concesión de préstamos es lo que se conoce con el nombre de intermediación financiera. Para ambas operaciones, las instituciones financieras operan con tasas de interés que estimulan a los ahorradores y prestamistas a mantener esa dinámica.

Integrantes del sistema financiero ecuatoriano

De acuerdo con lo mencionado por el código orgánico monetario financiero (2014), art. 160: el sistema financiero nacional está integrado por el sector financiero público, el sector financiero privado y el sector financiero popular y solidario de acuerdo a la siguiente estructura:

Grafico N° 7 Sistema financiero nacional



Fuente: Código Orgánico Monetario y Financiero

Elaborado por: Carlos Galarza

Banco múltiple es la entidad financiera que tiene operaciones autorizadas en dos o más segmentos de crédito; y, **banco especializado** es la entidad financiera que tiene operaciones autorizadas en un segmento de crédito y que en los demás segmentos sus operaciones no superen los umbrales determinados por la junta de política y regulación monetaria y financiera. (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014)

En la actualidad, el sistema financiero se encuentra conformado por 77 instituciones y de acuerdo con el Banco Central, en el mes de abril del 2014, los bancos representaron el 80,48% de los activos totales del sistema financiero, lo cual reafirma la importancia de la banca privada.

Para Calle R., Morocho M. y Vásconez A. (2007), señalan que el sistema bancario es la principal competencia que tiene el mercado de valores ecuatoriano, a la que acuden las personas y compañías en busca del financiamiento y ven a este segmento como una buena opción de inversión.

Dentro del sistema bancario se pueden encontrar las siguientes instituciones.

- Bancos.

- Cooperativas.
- Almacenes generales de depósitos.
- Compañías de arrendamiento mercantil.
- Compañías emisoras o administradoras de tarjetas de crédito.
- Casas de cambio.
- Corporaciones de garantía y retrogarantía.
- Compañías de titularización.

Las mismas se encuentran reguladas y controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS), considerada como la institución más importante del sistema bancario ecuatoriano.

Para comenzar el análisis de este mercado, se iniciará con el estudio de la evolución que ha tenido el número de captaciones y colocaciones, que se han registrado en las instituciones financieras (IFIs), ya que éstas son las autorizadas a realizar intermediación financiera.

A la vez que es importante ver esta situación, debido a que los depositantes son eje fundamental para el funcionamiento del sistema bancario, justificando que este segmento, al igual que el mercado de valores funciona bajo la confianza, dado que son sectores muy sensibles ante variaciones, visto que pueden tener grandes consecuencias con la economía de un país.

Por ser un mercado extremadamente grande, el análisis se centrará exclusivamente en los bancos, quienes son los agentes más importantes del país (por su tamaño); es decir, no se tomará en cuenta a la población de las cooperativas de ahorro y crédito, mutualistas, etc.

Cuadro N° 03
Evolución de las captaciones de Bancos Privados
Período 2003 – 2013
(En millones de dólares)

Año	Captaciones
2003	5.110,24
2004	6.353,04
2005	7.749,58
2006	8.660,31
2007	10.199,18
2008	12.765,32
2009	13.673,00
2010	15.921,17
2011	18.426,19
2012	21.586,97
2013	24.202,79

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaborado: Carlos Galarza

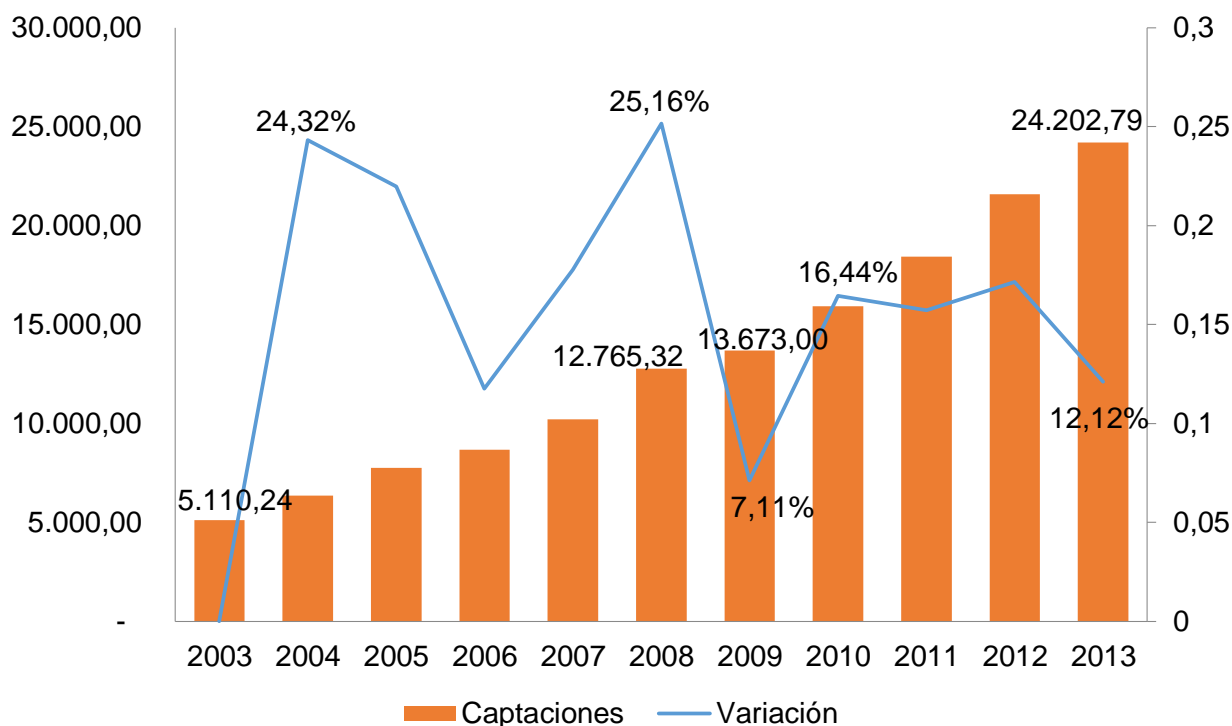
El cuadro demuestra que las captaciones han tenido un notable crecimiento sostenido desde el 2003 hasta el 2013, en donde se puede apreciar que la crisis que sufrió el Ecuador en 1999 – 2000 quedó en el pasado y las instituciones financieras han vuelto a ganar la confianza de los depositantes.

Debido a esto, es importante ver la evolución que ha tenido las captaciones dividiendo en dos segmentos de tiempo, tomando en cuenta la crisis mundial del 2008 - 2009, por este motivo se analiza de la siguiente manera: primer período 2003 al 2008, segundo período 2009 - 2013.

Tres años después de la crisis que el Ecuador soportó en 1999 y 2000, el sistema bancario demuestra la confianza ganada de los depositantes por medio de las captaciones, que en promedio desde el 2003 al 2008 fueron de 8.472 millones de dólares, a la vez que ha mantenido con una variación mínima de crecimiento anual de aproximadamente 1.000 millones de dólares, desde el año 2003 al 2008.

Diferente a lo que demuestra el período del 2009 al 2013, donde el sistema financiero del país se encuentra más sólido y la confianza que este sistema tiene es más alto que los primero 6 años de estudio (Superintendencia de Bancos y Seguros, 2014), dentro de este período de estudio de 5 años, el promedio de las captaciones se ubican en los 18.762 millones de dólares, lo que marca una diferencia de promedio de diez mil millones de dólares.

Gráfico N° 08
Evolución de las captaciones de Bancos Privados
Período 2003 – 2013
(En millones dólares)



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

Elaborado: Carlos Galarza

Las captaciones que han recibido los bancos en el transcurso de 11 años afirman la solvencia y confianza que los depositantes brindan a estas instituciones volviendo un mercado confiable y seguro.

La variación promedio del crecimiento de las captaciones en el período de estudio se ubica en el 16,95% anual, pero cabe destacar las variaciones después de la crisis nacional, antes de la crisis mundial y después de esta; es decir, la variación que el Ecuador mantuvo desde el año 2003 al 2007 (después de la crisis nacional y antes de la crisis mundial), se ubicó en el 18,96% anual, superando al promedio registrado por todo el período en un 2,01%.

Del 2010 al 2013 (después de la crisis mundial), la variación que el país tuvo por medio de las captaciones se ubica en el 15,36%, porcentaje menor al registrado en el promedio total del período en 1,59%, lo que demuestra que la crisis mundial perjudicó en un pequeño porcentaje a este sector de la economía.

Pero cabe señalar que el año 2008 y 2009 no fueron tomados en el análisis antes descrito por el motivo que en estos años se generó la crisis mundial, en donde el sistema bancario registra captaciones por 12,765 millones de dólares en el 2008 y en el 2009 la cantidad de 13,673 millones de dólares, generando una variación del 7,11%; en otras palabras, el

crecimiento que tuvo las captaciones en este período fue el más bajo de todo el período estudiado, con tan solo 907 millones de dólares de diferencia.

Pero esto no queda solo en captar y guardar el dinero de los depositantes, ya que las instituciones han buscado la forma de atraer a más depositantes o ahorristas para generar colocaciones de crédito, sean estos de consumo, vivienda, producción o comercial, y micro empresas, los que han generado que la economía del país crezca y se mantenga estable, ya que gracias a esto se generan nuevas oportunidades de trabajo, nuevos proyectos, entre otras cosas que favorecen a la economía de un país. (Superintendencia de Bancos y Seguros, 2014)

A continuación, se procede a realizar un análisis de las colocaciones de crédito en el sector de producción que son los que tienen relación con el mercado de valores, ya que con esta colocación, son con las que el mercado de valores compite y busca crecer para que las colocaciones no sean solo realizadas en el sistema bancario, sino que también se vea una buena alternativa al mercado de valores, el cual brinda un similar escenario como el que ofrece el sistema bancario (refiriendo la captación y colocación del dinero en créditos de producción).

Cuadro N° 04
Evolución de la colocación de cartera de crédito comercial de Bancos Privados
Período 2003 – 2013
(En millones de dólares)

Año	Colocación en cartera de crédito
2003	1.168,28
2004	1.403,25
2005	1.813,63
2006	2.236,21
2007	2.353,71
2008	4.677,12
2009	4.427,36
2010	5.175,65
2011	6.115,62
2012	7.363,36
2013	8.418,52

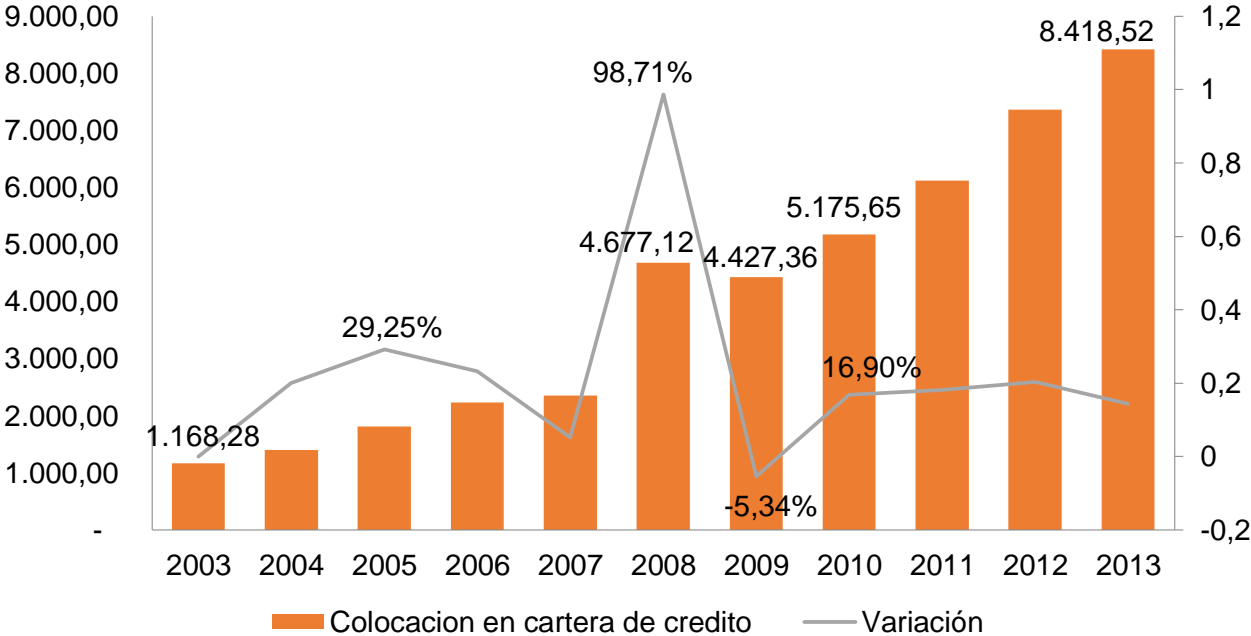
Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaborado: Carlos Galarza

Al igual que las captaciones, las colocaciones al sector productivo que se registran en el período de estudio demuestran un leve crecimiento anual, pero cabe realizar el análisis en el mismo enfoque anterior, es decir, realizar un análisis después de la crisis nacional, antes de la crisis mundial y después de esta.

Desde el 2003 al 2013 el promedio de las colocaciones de crédito comercial del sistema bancario se ubican en los 4.104 millones de dólares, pero si se analiza desde el año 2003 al

2007 (después de la crisis nacional y antes de la crisis mundial), el promedio de las colocaciones se encuentra en 1.759 millones de dólares, muy por debajo del promedio global, mientras que las colocaciones del 2010 al 2013 (después de la crisis mundial), se ubican en los 6.768 millones de dólares, dos mil millones de dólares por encima del promedio, esto es, que la mayor parte de las colocaciones se encuentran después de la crisis mundial, más específico un año después de esta.

Gráfico N° 09
Evolución de la colocación de cartera de crédito comercial
Período 2003 – 2013
(En millones de dólares)



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaborado: Carlos Galarza

De todas las captaciones de dinero que registran las instituciones financieras, un porcentaje de éstas se encuentran direccionadas a la colocación de créditos comerciales o productivos, éstas están destinadas a la producción o innovación, lo que ayudan al mejoramiento y desarrollo de la economía del país. (Ponpillón, 2009)

Así mismo, la variación promedio que existe en el período de estudio es del 24,11% pero cabe realizar el mismo análisis anterior por medio de las dos etapas.

Desde el 2003 al 2007 la variación promedio registrada es del 19,48%, valor que se encuentra por debajo del promedio con 4,63%, de igual manera, del 2010 al 2013 el promedio de variación se ubica en el 17,45% cifra que se encuentra por debajo del promedio global.

Un hecho relevante que se puede evidenciar en este análisis, es que el promedio global que se registra se ve alterado por el incremento de colocaciones que se registran en el 2008 en

donde la variación anual es del 98,71%, es decir existe un incremento de colocación de crédito extremadamente alto en este año, a diferencia de los años anteriores y posteriores, ya que no se registra un incremento similar.

A diferencia del 2008, en el 2009 existe un decrecimiento de colocación de cartera de aproximadamente 249 millones de dólares, por este motivo, se puede evidenciar en la gráfica la caída de la variación en este año, lo que demuestra que el sistema bancario precauteló los posibles efectos que pudiese a ver generado la crisis mundial.

Con este análisis al sistema bancario, en el cual se trata de comprobar la confianza que los depositantes o ahorristas brindan a estas instituciones por medio de las captaciones y colocaciones, se puede evidenciar que el mercado beneficia y asegura a los ahorristas y a las propias instituciones.

Este análisis se realizó, para tomar en consideración las posibles acciones que debe tomar el mercado de valores para que exista un desarrollo del mismo, para que pueda ser competitivo frente al que ya se encuentra desarrollado en el Ecuador y sea considerado como una alternativa de inversión y de búsqueda de crédito eficiente, solvente y confiable, al igual que es generado en el sistema bancario.

1.3 Principales funciones de las Bolsas de Valores ecuatoriana

Bolsa de Valores de Quito (2006) y la Superintendencia de Compañías (2014), indican que tanto la BVQ y la BVG son compañías anónimas, las cuales comenzaron con su operación casi en simultáneo en el año de 1969 y se encuentran bajo el control de la Superintendencia de Compañías. Por esta razón, las instituciones deben cumplir con sus principales funciones que son:

1. Ofrecer a los agentes de bolsa un sitio de reunión para realizar las negociaciones autorizadas por la bolsa de valores:

Es decir, las Bolsas de Valores deben brindar a sus asociados un espacio en el cual todos los agentes de bolsa (asociados) puedan realizar sus transacciones sin ningún problema y donde puedan comunicarse en simultáneo y a la vista de todos, y brinde las comodidades del caso para la realización de sus operaciones o instalación de los equipos que fuesen necesarios utilizarlos.

2. Regular y mantener el funcionamiento del mercado bursátil:

La bolsa de valores debe vigilar que el funcionamiento del mercado bursátil sea constante y bajo la ética y moral que ésta acarrea; es decir la Bolsa de Valores debe controlar que no existan incentivos para que el mercado bursátil se vea afectado; como por ejemplo debe vigilar que no se realicen anuncios falsos que puedan perjudicar o favorecer el normal funcionamiento del mercado bursátil.

3. Inscribir los valores, cancelar inscripciones, certificar operaciones realizadas y las cotizaciones de las mismas:

La Bolsa de Valores como ente autónomo, debe realizar las inscripciones de los valores que se están negociando o que ingresen al mercado por primera vez, al igual debe dar de baja a los títulos valores que ya dieron por culminado su vida útil, a la vez que debe certificar que todas las transacciones que se realicen en el mercado bursátil se las están realizando de manera correcta y que cuentan con la garantía de que son títulos valores reales.

4. Ofrecer al público información necesaria de las empresas:

Es decir la Bolsa de Valores debe emitir boletines o comunicados sean estos diarios, semanales, mensuales, trimestrales, etc., en la que se brinde información sobre los títulos valores que se están negociando en el mercado bursátil para que los inversionistas estén informados del movimiento o desarrollo de la empresa en la cual desean invertir.

Estas son las principales funciones de las Bolsas de Valores del Ecuador y del mundo en general, donde exista y se utilice el mercado de valores.

1.4 Marco legal en el que se desenvuelve el mercado de valores

El marco legal en el que se desenvuelve el mercado de valores del Ecuador está compuesto por varios cuerpos normativos. (Bolsa de Valores de Quito, 2014: 28)

El primero cuerpo normativo al que se rige el mercado de valores del Ecuador es la Constitución de la República del Ecuador, que se encuentra en el Registro Oficial N° 449 del 20 de octubre del 2008. Este cuerpo normativo es primero, por motivo de ser la ley principal para los ecuatorianos, y en la cual se deben basar los demás cuerpos normativos de la economía y sociedad de Ecuador.

Seguida de esta se encuentra la Ley de Mercado de Valores, la que se encuentra inscrita en el Registro Oficial N° 20 del 7 de septiembre de 1998; es la que pone las normas de juego en el mercado de valores, este cuerpo legal ha tenido varios cambios o reformas, las que se encuentran publicadas y registradas en el Registro Oficial del Ecuador.

Junto con la Ley de Mercado de Valores también se encuentra el Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores, publicado en el Registro Oficial N° 87 del 14 de diciembre de 1998, con la finalidad de fortalecer y esclarecer más las reglas y normas de juego que se deben seguir en el Mercado de Valores ecuatoriano.

Otro de los cuerpos legales que tiene que cumplir y respetar el Mercado de Valores es la autorregulación, la misma que fue expedida por la Bolsa de Valores de Quito y reformada el 7 de septiembre del 2007.

Todos estos cuerpos normativos son los que ayudan, controlan y vigilan el buen funcionamiento del mercado de valores ecuatoriano, y gracias a este se ha ido fortaleciendo,

además de los organismos de control que están detrás de estos cuerpos normativos. (Bolsa de Valores de Quito, 2014: 13)

En pocas palabras se puede clasificar al marco legal de la siguiente manera.

1.- Nivel de Regulación

En esta sección se encuentran todas las normas y leyes que ayudan, controlan y vigilan el mercado de valores ecuatoriano.

- ▶ Ley de Mercado de Valores.
- ▶ Reglamento General.
- ▶ Resolución del Consejo Nacional de Valores.
- ▶ Resoluciones del Superintendente de Compañías.

2.- Nivel de autorregulación

En este nivel se encuentran todas las normas emitidas por las Bolsas de Valores tanto de Quito como de Guayaquil, y las normas y estatutos que tengan las Casas de Valores para generar su autorregulación.

3.- Normas supletorias

En esta sección se encuentran las normas y leyes generales de la economía que deben ser cumplidas en ciertos parámetros por el mercado de valores, las que ayudan a que el mercado sea solvente y fuerte a la vez.

- ▶ Ley de Compañías y su Reglamento General (Esta ley fortalece al mercado de valores, ya que es la que controla que las empresas o compañías cumplan las leyes de su funcionamiento y creación, como a la vez, es la que ayuda a la elaboración de los títulos valores que las empresas deseen emitir).
- ▶ Ley General de Instituciones del Sistema Financiero y su Reglamento General (Esta norma supletoria está dirigida a las instituciones financieras que negocien en el mercado de valores, ya que no pueden ir en contra de la ley ni salirse de ella, incluso pueden generar perjuicios a sus depositantes).
- ▶ Código de Comercio (Este código está dirigido a los comerciantes nacionales y extranjeros, se establecen sus obligaciones y derechos, sean formales o informales; en pocas palabras, es la ley en que se basan todas aquellas personas que realicen una actividad económica en el país).

► Código Civil (Esta norma supletoria es la que rige las actividades de la sociedad en la que constan las leyes, y al mismo tiempo se puede ver afectada una persona, bienes, obligaciones y contratos pactados).

► Ley de Régimen Tributario Interno y su Reglamento (Esta ley es la que se refiere a los tributos que deben ser pagados o cancelados por toda aquella persona natural o jurídica que realice una actividad económica en el país, esta ayuda al mercado de valores, para verificar la autenticidad de la empresa, su evolución y desarrollo).

► Resoluciones de la Junta Bancaria (Esta es otra ley que va dirigida a las instituciones bancarias en las que se debe velar por el bienestar de los depositantes).

► Regulación del directorio del Banco Central.

1.5 Tipos de títulos valores que se negocian en la Bolsa de Valores

Según la Bolsa de Valores de Guayaquil (2014), en el mercado de valores ecuatoriano se puede encontrar dos tipos de títulos valores que se negocian en este medio, los de renta fija y los de renta variable.

Estos títulos valores pueden ser negociados en el mercado primario o en el mercado secundario; el primer mercado, es aquel en donde las emisiones de títulos valores se los realiza por primera vez o salen a la venta nuevos títulos valores, en donde el dinero de las negociaciones que estas ocasionen van direccionadas a los emisores del título valor (empresa), mientras que aquellos títulos valores que se encuentran en el segundo mercado, son aquellas emisiones antiguas que ya se encuentran en el mercado, en un determinado tiempo y ya tuvieron un primer dueño, es decir, son aquellos títulos valores donde no se generan ingresos de capital al emisor sino al portador de esta (inversionista).

1.5.1 Títulos de Renta Fija

La Bolsa de Valores de Quito (2006), señala que los títulos de renta fija son aquellos cuyo rendimiento no depende del resultado económico de las compañías emisoras, sino que estas, están predeterminadas desde su emisión con un plazo y una rentabilidad.

Las características primordiales de los títulos de renta fija son: deben tener el nombre del emisor, el valor nominal del documento, el interés que ésta genera, el plazo de duración del documento y la forma de pago (en otras palabras, si es con cupón o con cupón cero).

Como los títulos valores de renta fija generan una rentabilidad por medio de intereses fijados al momento de la emisión, estos pueden ser pagados en diferentes fechas, para lo cual se expedirá un documento llamado "Cupón", el cual indicará la cantidad que deberá ser cobrado en determinado tiempo, los cupones son documentos desprendibles emitidos de forma conjunta con el título valor de renta fija, el cual también puede ser negociado.

A la vez también pueden ser emitidos los llamados “Cupón Cero”, los cuales señalan que los títulos valores que se están negociando no generan pagos en determinados periodos sino al final del plazo junto al capital.

La Bolsa de Valores de Quito (2006), dice que por estas razones dentro de los títulos valores de renta fija tenemos:

1. **Valores de corto plazo con tasa de interés:** Se consideran aquellos títulos valores que tengan como plazo de uno a trescientos sesenta días (1 – 360) y que devenga interés. Sus Principales son:
 - a. Pagarés
 - b. Pólizas de acumulación
 - c. Certificados de depósitos
 - d. Certificados de inversión
 - e. Certificados de ahorro
 - f. Papel comercial
2. **Valores de corto plazo con descuento:** Se consideran aquellos títulos valores con un plazo de entre uno a trescientos sesenta días (1 – 360), y que no devenga tasa de intereses, dado que su rendimiento viene con el descuento del precio, que se pacta a la hora de la compra – venta del título valor. Sus principales componentes son:
 - a. Cupones
 - b. Letras de cambio
 - c. Cartas de créditos domésticas
 - d. Aceptaciones bancarias
 - e. Certificados de tesorería
 - f. Títulos del Banco Central (TBC)
3. **Valores de largo plazo:** Se denominan valores de largo plazo aquellos títulos valores que tiene un plazo mayor a los trescientos sesenta días (360), y que devengan intereses. Sus principales son:
 - a. Bonos del Estado
 - b. Cédulas hipotecarias

c. Obligaciones

d. Valores de titularización

Cuadro N° 05
Características generales de los títulos valores de renta fija

Título Valor	Emisor	Plazo	Rendimiento	Amortización	Garantía
Pagaré.	Bancos, sociedades financieras, cooperativas, entre otras instituciones que realicen una actividad económica.	Es un documento de largo plazo, pero existen ciertas instituciones, como lo realizan con un corto plazo.	Se encuentra fijado por la tasa de interés fija o en algunos casos por tasa de interés reajutable.	Al vencimiento.	-----
Póliza de Acumulación.	Instituciones financieras (bancos, cooperativas de ahorro y crédito, mutualistas, etc.).	Emitidas a corto plazo (de 30 a 360 días) o mediano plazo (de 361 a 720 días).	Tasa fija.	Al vencimiento.	-----
Certificados de depósitos.	Instituciones financieras (bancos, cooperativas de ahorro y crédito, mutualistas, etc.).	Emitidas a mediano o largo plazo.	Tasa fija.	Al vencimiento.	-----
Certificados	Bancos y	De 30 a 360	Tasa de interés de libre		

de inversión	sociedades financieras.	días.	contratación, puede ser reajutable ¹	Al vencimiento.	-----
Certificados de ahorros y Certificados financieros	Bancos y sociedades financieras.	Menor a 30 días.	Tasa de interés de libre contratación. Rendimiento de mercado. Estos documentos pueden ser negociados a la par ² , con descuento ³ o con premio ⁴ .	Al vencimiento.	-----
Papel comercial	Compañías inscritas en el registro del mercado de valores.	Máximo hasta 360 días.	Valores bajo función de descuento y tasa fija pactada.	Al vencimiento.	-----
Cupones	Empresas o compañías y el estado que emiten bonos, obligaciones o cédulas hipotecarias.	Fijado por los emisores.	Fijado por los emisores.	Fijado por los emisores.	-----
Letras de cambio	Banco y sociedades financieras.	Corto y mediano plazo.	Tasa fija anual pactada.	Al vencimiento.	-----

¹ **Tasa de interés libre reajutable:** El Banco Central del Ecuador (2014) señala que la tasa de interés libre es aquella que se pacta a la firma de un contrato que genera una rentabilidad en el tiempo, la cual puede estar considerada mediante la tasa activa o pasiva, con la posibilidad de reajustarse en el tiempo, es decir que existe la posibilidad de cambiar el monto o porcentaje fijado de interés por medio de un cambio económico. Como por ejemplo el cambio a las tasas de interés activa o pasiva.

² **Negociación a la par:** Negociación a la par es aquella negociación que se la realiza al mismo precio que fue emitido sea de venta o compra.

³ **Negociación con descuento:** Es aquella que se negocia con un descuento al valor nominal; es decir a un precio más bajo al especificado en el título valor.

⁴ **Negociación con premio:** Es aquella que se vende a un precio más alto del que se encuentra en el título valor.

Cartas de crédito domésticas y aceptaciones bancarias	Bancos y sociedades financieras.	A corto plazo.	Tasa de interés simple anual pactada.	Al vencimiento.	-----
Bonos del Estado	Estado Nacional.	Largo plazo.	Tasa de interés simple anual captada al inicio del título valor, o en algunos casos con una tasa de interés reajutable.	En este caso pueden ser por medio de cupones o al final del plazo.	-----
Cédulas hipotecarias	Bancos y sociedades financieras	Largo plazo.	Tasa de interés libre pacta al inicio del contrato	Bajo las especificaciones del emisor generalmente semestral.	Capital y reservas del banco y predios hipotecados por el banco.
Obligaciones	Compañías anónimas, compañías de responsabilidad limitada, compañías e comandita por acciones y de economía mixta.	Corto, mediano y largo plazo	Tasa de interés simple anual fijada al inicio de la elaboración del título valor pero un poco más alta que la ofertada en el sistema bancario.	Bajo las condiciones del emisor, pero pueden ser generalmente con pagos mensuales de interés por medio de cupones o al final del plazo	General: Todo el patrimonio o los bienes del emisor que no estén afectados por alguna garantía específica.

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Contabilidad General

Elaborado: Carlos Galarza

1.5.2 Títulos de renta variable

Los títulos de renta variable como su nombre lo indica, son aquellas que varían dependiendo de la actividad económica de la empresa y del mercado, es decir, estos títulos valores van a estar ligados a la variación del precio del mercado, y a la vez a las utilidades obtenidas por la empresa.

A diferencia de los títulos de renta fija, los títulos de renta variable no tienen fecha de vencimiento ni tasa de interés por la inversión.

Según la Bolsa de Valores de Quito (2006), en el Ecuador los títulos de renta variable que se negocian son:

1. **Las acciones:** Son fracciones iguales del capital de una compañía, dando así al título, una representación de la participación del capital suscrito. Dentro las acciones se encuentran las siguientes:

- **Acciones ordinarias:** Dan el derecho al tenedor del título a percibir los dividendos que la empresa haya generado en un determinado período, a la vez, le da derecho a la participación y al voto en la asamblea de accionistas. (Bolsa de Valores de Quito, 2006: 86)
- **Acciones preferenciales:** Es donde el accionista tiene preferencia en la recepción de los dividendos, antes que todos los accionistas ordinarios, a la vez que tiene preferencia en recibir la devolución de su aportación en caso de disolución de la compañía, pero no tiene voz ni voto en las decisiones que se tomen en la junta de accionistas. (Bolsa de Valores de Quito, 2006: 86)

2. **Cuotas de participación:** Aportes realizados por personas que constituyen un fondo colectivo, y que sus valores son negociados en el mercado, y que deben estar calificados por una calificadora de riesgo. (Bolsa de Valores de Quito, 2006: 86)

1.6 Participantes del mercado de valores

En el mercado de valores ecuatoriano existen varios participantes, lo que ayuda a que este medio siga desarrollándose y se encuentre en funcionamiento.

Los participantes del mercado de valores ecuatoriano son:

- **Consejo Nacional de Valores.-** Es la entidad de control que se encarga de impulsar el desarrollo del mercado de valores, con la implementación de las políticas y mecanismos de fomento; es decir, es el ente de regulación y control para ayudar al desenvolvimiento y desarrollo del mercado de valores. El Consejo Nacional de Valores está conformado por la Superintendencia de Compañías, un delegado de la Presidencia de la República, el Superintendente de Bancos, el Presidente del Directorio del Banco Central, y tres representantes del sector privado (Bolsa de Valores de Quito, 2014), bajo la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores que se encuentra vigente desde el año 2006.

Este directorio cumplirá la función de formar el Consejo Nacional de Valores (C.V.N.), y tendrán como función controlar y vigilar el mercado de valores ecuatoriano, a la vez que se enfocarán en el desarrollo de la misma.

- **Superintendencia de Compañías.-** La Superintendencia de Compañías es la institución que cuenta con autonomía administrativa y económica; cumple la función de vigilar y controlar la organización, las actividades, el funcionamiento, etc., de las empresas que se encuentren realizando su actividad económica en el país. (Superintendencia de Compañías; 2014)

En relación al mercado de valores, la Superintendencia de Compañías es la encargada de controlar los procesos de las empresas, industrias, etc. y el mercado de valores.

- **Bolsas de valores.-** Es el ente que brinda las facilidades necesarias para que sus miembros puedan realizar sus negociaciones, y tiene como obligación el controlar las mismas. (Bolsa de Valores de Quito, 2014)
- **Casas de Valores.-** Son los entes encargados de realizar la intermediación en el mercado de valores o la desintermediación financiera, la principal función es ayudar o facilitar a sus clientes la búsqueda de las mejores opciones de inversión. (Bolsa de Valores de Quito, 2014)
- **Emisores de valores.-** Se considera emisores de valores a las instituciones (empresas, compañías, estado) que pueden realizar la emisión de títulos valores que se negocian en el mercado de valores. (Bolsa de Valores de Quito, 2014)
- **Calificadoras de riesgo.-** Se considera calificadoras de riesgo, aquellas instituciones encargadas en dar una calificación a los títulos valores de renta fija, y algunos títulos valores de renta variable que lo necesiten, a la vez que también son las encargadas en calificar a las empresas; es decir son aquellas que emiten una opinión en base a los datos (ingresos, gastos, activos, pasivos, patrimonio de la empresa) que se le presente. (Bolsa de Valores de Quito, 2014)
- **Administradoras de Fondos y fideicomisos.-** Las administradoras de fondos y los fideicomisos son instituciones muy similares, que cumplen con la función de administrar el dinero de un fondo establecido; pueden ser fondos abiertos⁵ o fondos cerrados⁶, que contarán con una garantía del manejo de los fondos. (Bolsa de Valores de Quito, 2014)

1.6.1 Concepto de casas de valores

Diccionario de Economía y Finanzas de la BVG (2012). “Es una sociedad anónima miembro de las Bolsas de Valores que se encarga de ejecutar las inversiones de las personas naturales y jurídicas, además de brindar asesoría en materia de finanzas corporativas a las empresas”.

⁵ **Fondos Abiertos.-** Son aquellos fondos en el cual la gente puede incrementar su inversión y pueden ser de cualquier parte; es decir es un fondo para el público en general.

⁶ **Fondos Cerrados.-** Son aquellos que no son orientados al público en general, sino que solo para un determinado grupo de personas.

1.6.2 Funciones de las casas de valores

La Bolsa de Valores de Guayaquil (2014), manifiesta que la principal función de esta institución es la desintermediación financiera, a través de negociaciones del mercado de valores, pueden ser realizadas por medio de un operador de valores inscrito en el Registro de Mercado de Valores. Donde las casas de valores junto al operador de bolsa tienen responsabilidad solidaria, es decir, se hace cargo de todas las transacciones u operaciones que realice el operador de bolsa.

En otras palabras, las funciones que tienen las casas de valores por medio de las operaciones que realicen los operadores de bolsa son: (Bolsa de Valores de Guayaquil – Bolsa de Valores de Quito, 2014)

- Comprar y vender valores bajo las instrucciones de sus clientes.

Tienen la obligación de acatar las decisiones de sus clientes, para la adquisición o eliminación de títulos valores que estos mantengan en su portafolio.

- Adquirir o enajenar valores por cuenta propia.

Pueden realizar la adquisiciones de títulos valores por cuenta de la casa de valores, a la vez que también puede pasar sus títulos valores a nombre de otra persona.

- Dar asesoría e información adecuada sobre materia de intermediación, finanzas, estructuración de portafolios, fusiones, y otras operaciones que ofrece el mercado de valores.

Son instituciones que pueden ayudar a las empresas a realizar una emisión de títulos valores, analizando el porcentaje a emitir, el precio de emisión, el plazo de duración, etc.

- Realizar actividades de estabilización de precios, siempre y cuando esta se encuentre en oferta pública primaria de valores.

Tienen la obligación de controlar los precios de los títulos valores que son emitidos por primera vez, para evitar especulación sobre estos títulos valores.

- Efectuar operaciones de reporto bursátil.

Pueden realizar operaciones de compra – venta por medio de un contrato de recompra; es decir, logran poner a la venta o a la compra los títulos valores por un determinado tiempo, con la obligación de que la otra parte se comprometa a realizar la recompra del bien.

1.6.3 Prohibiciones de las casas de valores

La Bolsa de Valores de Quito (2014), evidencia que, las funciones que tienen las casas de valores también cuentan con prohibiciones, que deben ser, controladas y vigiladas, dentro de estas se encuentran:

- Efectuar actividades de intermediación financiera.

La función fundamental que deben cumplir es la desintermediación; es decir, las casas de valores tienen la prohibición de captar y colocar dinero.

- Realizar cualquier tipo de negociación con valores que no se encuentren inscritos en el Registro de Mercado de Valores (R.E.V.N.I)
- Jugar con los precios o cotizaciones de forma artificial de los títulos valores, con el objetivo de beneficiar a alguien, a la vez que, no puede garantizar rendimientos, o a su vez asumir las pérdidas que obtuviesen sus comitentes.
- No pueden divulgar ningún tipo de información falsa por ningún medio, ya que esto puede generar una incertidumbre en el mercado o en los títulos valores.

1.6.4 Responsabilidad de las casas de valores

Bolsa de Valores de Quito (2014) recalca que, los intermediarios de valores deben cumplir con la responsabilidad que trae el manejar una casa de valores:

- Verificar la identidad y la capacidad legal de sus comitentes.
Por ley tienen la obligación y la responsabilidad de conocer y verificar la identidad de sus clientes, a la vez que también deben verificar la procedencia del dinero para evitar el lavado de dinero, que se lo puede realizar por medio de este medio.
- Deben investigar y verificar la existencia e integridad de los valores que se negocian.

Esta responsabilidad consiste en investigar si los títulos valores que se están emitiendo o se encuentran en el mercado, cuentan con una garantía o son reales; es decir, deben evitar que sean de empresas fantasmas que solo buscan el estafar a la gente.

- Realizar las transacciones bursátiles a través del operador de valores inscrito en el registro de Mercado de Valores y en la Bolsa de Valores en donde se efectuó la negociación o transacción.

Toda transacción que realice su institución, debe ser realizada por el personal adecuado, capaz, y autorizado para realizar las mismas.

- Realizar los pagos pactados por la compra de valores o a su vez efectuar la entrega de los valores vendidos.

Deben entregar los valores que se hayan pactado entre ambas partes, o a su vez se comprometen a entregar la cantidad de títulos valores a los que se haya llegado en la negociación.

- Deben facilitar la información que sea necesaria a sus comitentes.

Tienen la responsabilidad de emitir información que sea de importancia para sus clientes para tomar una decisión ante una inversión.

1.6.5 Autorregulación

La Bolsa de Valores de Quito (2014), detalla que en base a la Ley de Mercado de Valores de 2006, y la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil de 2014, indican que la autorregulación es la facultad que tienen las Bolsas de Valores y sus entes agremiados a dictar sus reglamentos y demás normas internas, junto a esto tienen la facultad de ejercer el control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia.

Es decir, la autorregulación permite a las Bolsas de Valores y sus agremiados (Casas de Valores) emitir sus estatutos o normas por las cuales se van a regir tomando la ética y la moral. La autorregulación se concentrará en al menos abarcar las normas de ética, disciplina, autocontrol, vigilancia, sanción y sanas costumbres generalmente practicados.

Además, la Bolsa de Valores de Quito (2006), determina que la transgresión de las normas de autorregulación, deberá ser sancionada por el órgano autorregulador, sin perjuicio de la sanción que eventualmente dispusiere; dando como resultado que, las sanciones que se tomen por medio de la autorregulación no tendrán ninguna incidencia en la sanción que pudiese tomar el órgano controlador en la falta que se hubiese realizado.

1.6.7 Agente de Bolsa

Como ya se mencionó las casas de valores necesitan algo muy particular, el agente de bolsa o el agente de valores es la persona encargada y autorizada a realizar las negociaciones dentro del mercado de valores y la persona autorizada por las bolsas de valores del Ecuador.

Pero para ser agente de bolsa, se debe seguir unos pasos y requisitos establecidos por la bolsa de valores, sea de Quito o de Guayaquil, con la diferencia de que si el agente de bolsa es autorizado por la bolsa de Quito, el agente solo puede negociar en Quito y así mismo por Guayaquil. Pero un operador de bolsa puede ser autorizado por ambas bolsas, siempre y cuando cumpla los procesos y obtenga las autorizaciones por ambas bolsas.

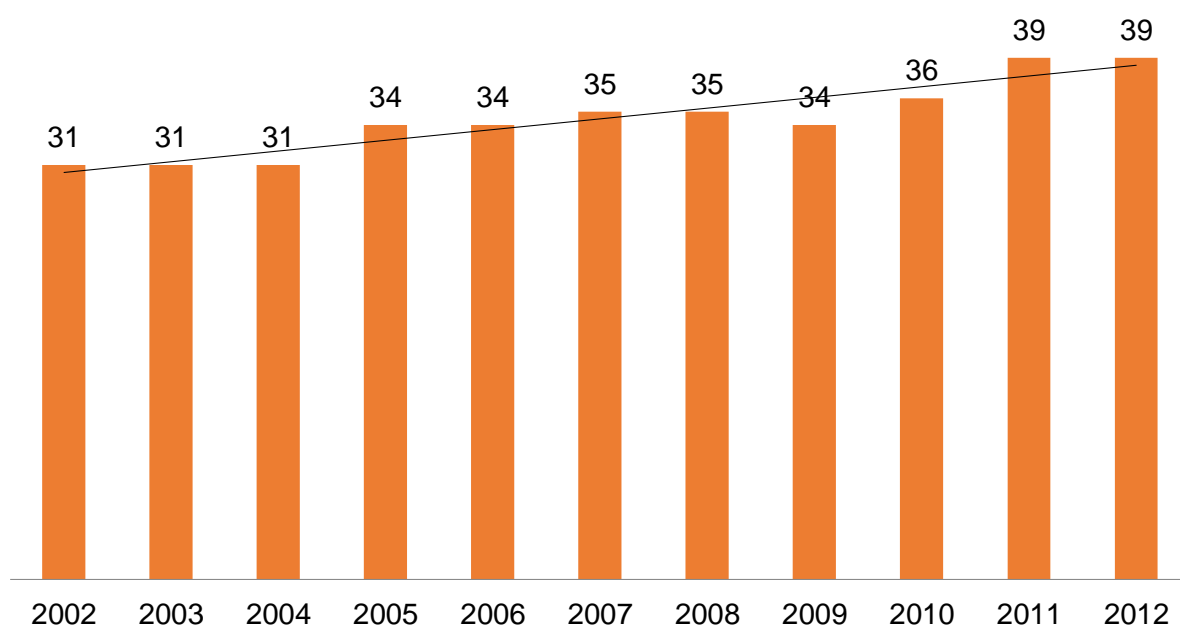
Con la aprobación del curso y la documentación adjuntada, el aspirante puede obtener la autorización de la bolsa de valores para que sea un operador acreditado a realizar las negociaciones que sean necesarias.

1.7 Evolución de las casas de valores

Cabe recordar que el Mercado de Valores ecuatoriano cuenta con dos instituciones principales, la BVQ y la BVG.

La evolución del mercado de valores ha provocado que exista un pequeño incremento de intermediarios en un período de 12 años de análisis, esto se debe al impulso que se viene generando en el mercado para que este tome importancia y sea una alternativa viable y llamativa, así como lo es el sistema financiero, el objetivo del mercado de valores es ser parte importante en la economía e impulsar el desarrollo de las compañías, e incluir a nuevos inversionistas que pasen de ser simples ahorristas a dueños de compañías, o tomen el papel de acreedores de una compañía. (Bolsa de Valores de Quito, 2014)

Gráfico N° 10
Evolución del número de casas de valores a nivel nacional
Período 2003 – 2012



Fuente: Superintendencia de compañías

Elaborado: Carlos Galarza

Las casas de valores, como intermediarios directos del mercado de valores ecuatoriano, se han ido incrementando a lo largo del tiempo. El aumento de estas instituciones ha ayudado a que el mercado mejore sus servicios por la competencia, como se lo podrá apreciar más adelante.

Las casas de valores desde el año 2002 al 2012 registran un promedio de 34 intermediarios, en el cual se puede evidenciar que desde el año 2002 al 2007 se han incrementado de una a tres casas, mientras que en el período de aplicación del decreto presidencial del 2008 – 2009 existe el retiro de una casa de valores, y dentro del período del 2010 al 2012 se evidencia un ingreso de dos a tres casas de valores.

En el 2002 se registraron 31 casas de valores a nivel nacional, cifra que ha aumentado al 2012 en un 29%, dando como resultado 39 casas de valores autorizadas a realizar transacciones en el mercado de valores ecuatoriano.

De las 39 casas de valores que se encuentran registradas a nivel nacional aproximadamente el 50% de estas tienen autorización para realizar transacciones en la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, el 50% restante solo tiene autorización para trabajar en una de estas dos ciudades.

Las casas de valores que cuentan con las autorizaciones para trabajar en ambas ciudades brindan a sus clientes una mayor oportunidad de inversión, dado que cuentan con dos segmentos de mercados diferentes.

Como dato histórico desde el 2002, no han existido cierres de casas de valores como lo existió en años anteriores, como en el año 2000 donde se cerraron alrededor de 5 casas de valores, lo que provocó que la intermediación de valores se disminuya, uno de los efectos fue el cambio de moneda y la inestabilidad económica en que se encontraba el país. (Beatriz Racines, 2004: 81)

Además desde el año 2002 al 2008 aproximadamente el 28% de casas de valores eran pertenecientes a grupos financieros (como Produvalores con Produbanco, Picaval con Banco Pichincha, Valpacífico con Banco Pacífico, entre otras).

A finales del 2008 e inicios del 2009 las casas de valores no podían ser parte de instituciones financieras debido al decreto presidencial que se dictó en este año⁷, en donde las instituciones financieras no podían ser parte de otro mercado, mediante instituciones o simplemente como accionistas, por tal razón las casas de valores que pertenecían a instituciones financieras, se convirtieron en instituciones autónomas y dejaron de ser parte del grupo de las empresas manejadas por los bancos.

Dentro de este período analizado las actividades realizadas por las casas de valores se han enfocado en la intermediación de títulos valores, seguida de la asesoría financiera y del manejo de portafolios de terceros. Cabe señalar, que desde el año 2001 los intermediarios de valores no realizan contratos Underwriting⁸, dado que las casas de valores no podían realizar el objetivo fundamental de este y en ocasiones les generaba pérdidas. (Beatriz Racines, 2004: 67)

Así mismo, la variación promedio entre estas dos ciudades se ubica entre 6 a 7 casas de valores, en donde la ciudad de Quito tiene el mayor número de participantes a lo largo del tiempo.

La Superintendencia de Compañías (2014), señala que la ciudad de Quito ha tenido más ingresos de intermediarios de valores, por esta razón la variación de entradas de nuevas

⁷ El decreto presidencial que se tomó en el año 2008 y se regularizó en el año 2009 consistió en que las instituciones financieras no debían ser parte de ninguna otra actividad económica que la de intermediación financiera. Por tal motivo los accionistas o dueños mayoritarios de las instituciones financieras que tenían una participación en otros negocios diferentes a la intermediación financiera (cadenas de televisión, casas de valores, etc.) debían vender su participación ya que por ley ya no podían controlar ni ser parte de esas empresas y así eliminar el monopolio que estas instituciones se encontraban realizando. (Diario La Hora, 2010)

⁸ **Contrato Underwriting:** Según Gustavo Ruiz (2004) el underwriting es un contrato complejo – típico del mercado de capitales – celebrado entre un intermediario de valores con una institución, entidad o sociedad comercial por medio del cual el primero se obliga a pre-financiar valores emitidos por la segunda (acciones, bonos u obligaciones) para su posterior colocación en el mercado garantizando su suscripción por los inversionistas y adquirientes.

compañías dedicadas a la desintermediación se ubica en el promedio del 3%, a diferencia de Guayaquil que se ubica en el 1%, ciudad en la cual no se aprecian nuevas empresas dedicadas a este negocio como en Quito, pero si se puede apreciar cambios de dueños o de razón social en el año 2009 como se lo indicará más adelante.

1.8 Operadores de valores

Como ya se mencionó anteriormente, las casas de valores son las instituciones encargadas de realizar la desintermediación financiera, pero éstas pueden realizar dicha actividad mediante un operador de valor o de bolsa legalmente registrado y reconocido por los órganos de control.

Al igual que las casas de valores que cumplen con su función de intermediar, los operadores de valores, quienes trabajan para estas instituciones, son las autorizadas a realizar movimientos o transacciones dentro del mercado de valores sea de Quito o Guayaquil, dependiendo donde se encuentre inscrito para poder ejercer su función.

Los operadores de bolsa, dentro del mercado de valores tienen su importancia, por lo cual, a continuación se realizará el análisis correspondiente al aumento o disminución de estos agentes dentro de bolsa, ya que el simple hecho de que exista más instituciones de intermediación (casas de valores) no significa que existan más o menos agentes, dado que los agentes pueden trabajar donde obtengan el auspicio de trabajo (donde la casa de valores le apoye y reconozca como trabajador de esa institución).

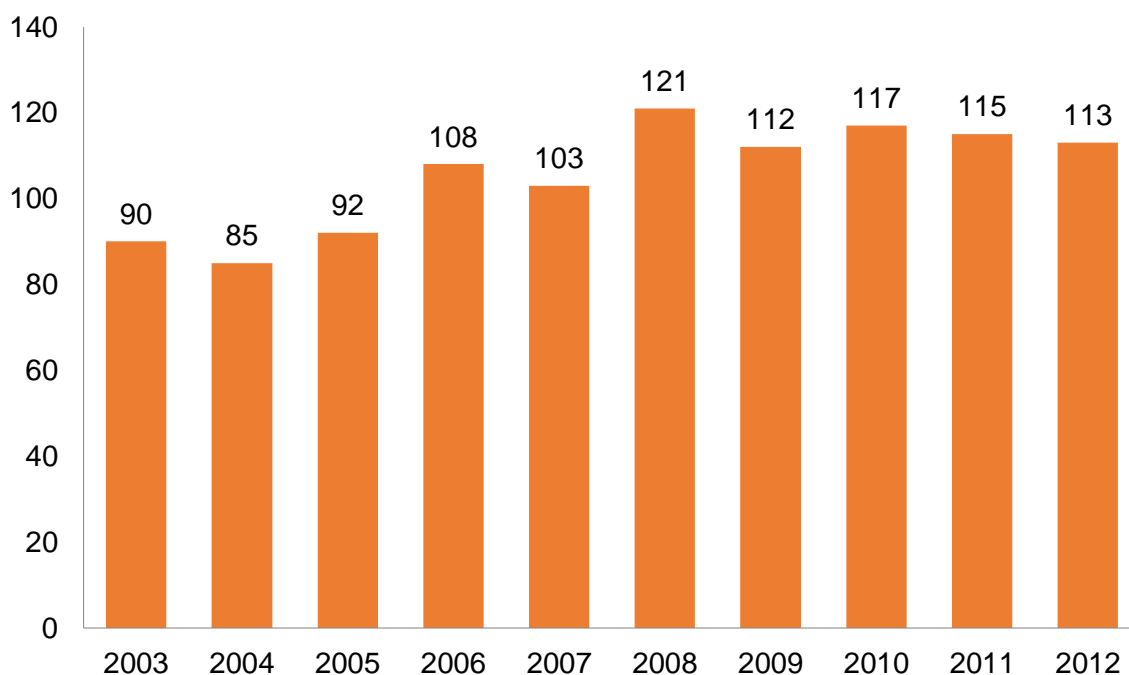
Cuadro N° 06
Operadores de valores
Período 2003 – 2012

Año	Quito	Guayaquil
2003	64	26
2004	57	28
2005	55	37
2006	66	42
2007	61	42
2008	76	45
2009	70	42
2010	75	42
2011	76	39
2012	73	40

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado: Carlos Galarza

En Quito cada casa de valores tiene en promedio tres operadores a su cargo, un operador más que en Guayaquil, dado que Guayaquil registra que por cada casa existe dos operadores de valores.

Gráfico N° 11
Operadores de Valores a Nivel Nacional
Período 2003 – 2012



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado: Carlos Galarza

Los datos que arroja la Superintendencia de Compañías (2014), sobre el número de agentes de bolsa a nivel nacional, demuestran que en 9 años el número de agentes de valores pasó de 90 en el 2003 a 113 en el 2012, en donde Dobson (1985), señala que el incremento de agentes o personas interesadas a trabajar en el mundo del mercado de valores se debe al siguiente supuesto: “es un medio en donde se puede ganar dinero fácil mediante unas simples transacciones”, pero Dobson recalca que, esto es un mito que existen en el mundo, puesto que, según datos históricos, se demuestra que mucha gente que ha ingresado al mercado de valores, ha quedado en quiebra o ha visto la realidad de éste (sin descartar los personajes que supieron aprovechar este medio).

Por consiguiente, señala que el ingreso y salida de agentes de bolsa es algo normal de este mercado, visto que se trabaja bajo expectativas.

A nivel nacional, el promedio de intermediarios que tiene el Ecuador es de 105 agentes, que se dividen en 3 integrantes para cada casa de valores.

Capítulo II: Análisis de las negociaciones bursátiles del Ecuador en el período 2003 – 2012.

2.1 Evolución de las negociaciones de los títulos valores de renta fija

El manejo de las negociaciones de los títulos valores realizados en el mercado de valores, que se encuentran registrados en las Bolsas de Valores del Ecuador, se dividen en dos grupos, los de renta fija y los de renta variable.

Por esta razón se divide la información, con la finalidad de presentar a continuación sólo los movimientos que se han realizado en los títulos valores de renta fija, tomando en cuenta la ciudad de Guayaquil y la ciudad de Quito, que son las ciudades donde se encuentran establecidas las Bolsas de Valores del país.

Cuadro N° 07
Montos Negociados de Títulos Valores de Renta Fija
Período 2003 – 2013
(Millones de Dólares)

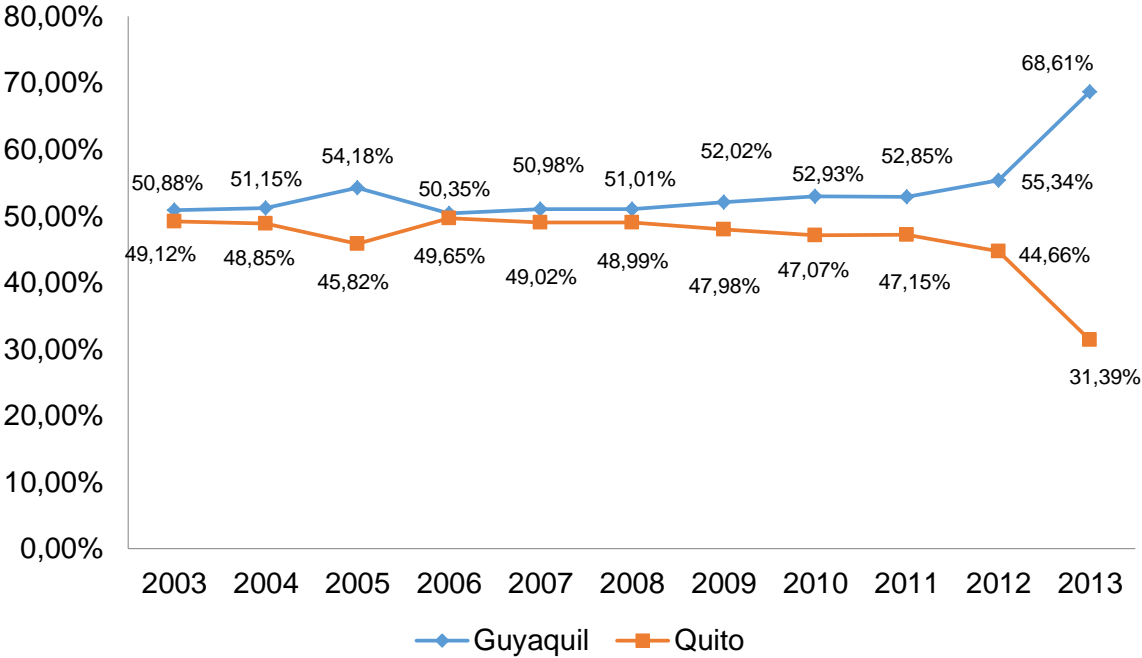
Año	Renta fija Guayaquil	Renta fija Quito
2003	1.100	1.062
2004	1.800	1.719
2005	1.814	1.534
2006	2.293	2.261
2007	1.641	1.578
2008	2.544	2.443
2009	2.638	2.433
2010	2.628	2.337
2011	1.928	1.720
2012	1.995	1.610
2013	2.452	1.122

Fuente: Bolsa de Valores de Quito – Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaborado: Carlos Galarza

La Bolsa de Valores de Guayaquil ha registrado un ingreso de 2.452 millones de dólares en negociaciones de títulos valores de renta fija para el año 2013, generando un aumento del 125% desde el año 2003, en el cual se registra un monto de 1.100 millones de dólares, mientras que la ciudad de Quito registra un aumento menor de solo el 6%.

Una de las razones de esta gran diferencia de crecimiento, se debe al gran avance que ha tenido la ciudad de Guayaquil, como lo señala el diario El Universo (2010), la ciudad se ha visto beneficiada gracias al puerto marítimo, lo que ha generado que las empresas disminuyan los costos de traslado y sus tiempos se reduzcan, además que este factor ha ayudado a la ciudad a tener un comercio más desarrollado, aparte que cuenta con un buen desarrollo urbano y una expansión turística considerable.

Gráfico N° 12
Porcentaje de Participación de Renta Fija
Período 2003 – 2013
(Solo renta fija)



Fuente: Bolsa de Valores de Quito – Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaborado: Carlos Galarza

Como ya se lo indicó, Guayaquil posee más del 50% del total de las negociaciones registradas a nivel nacional de los títulos valores de renta fija, con una tendencia creciente; lo contrario que ocurre con los datos que refleja la ciudad de Quito, se puede evidenciar que no llega ni al 50% de participación en las negociaciones de títulos de renta fija, y se puede apreciar una tendencia de decrecimiento.

El sector con mayor presencia en el mercado de valores en el país es el de manufacturas, por lo que, se ha tomado este sector para realizar el análisis de las emisiones de obligaciones en el mercado primario en el período 2007 – 2013 de manufacturas. La información pertinente se presenta a continuación:

2.1.1 Emisores de valores de renta fija a nivel nacional.

En el período comprendido entre el año 2007 – 2013, se realizaron las siguientes emisiones:

Cuadro N° 08
Emisión de Obligaciones
(En dólares)

Emisor	Monto emisión	%
ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.	21.000.000	24%
INDUSTRIAS ALES C.A.	15.000.000	17%
CORPORACION ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL	13.000.000	15%
PINTURAS CONDOR	10.000.000	11%
SUPERDEPORTE CIA. LTDA. MARATHON SPORTS	8.000.000	9%
CONFITECA C.A.	6.000.000	7%
LIFE S.A.	3.500.000	4%
FERRO TORRE S.A.	3.000.000	3%
MUNDO DEPORTIVO MEDEPORT S.A.	2.500.000	3%
FIRMESA INDUSTRIAL CÍA LTDA.	2.500.000	3%
ALIMENTOS ECUATORIANOS S.A. ALIMEC	2.000.000	2%
QUIMICA ARISTON ECUADOR CIA LTDA	1.500.000	2%
Total	88.000.000	100%

Fuente: BVG, BVQ y Superintendencia de Compañías

Elaboración: Carlos Galarza

El principal emisor en el período analizado, es Zaimella del Ecuador con el 24% del total de las emisiones, esta empresa se dedicada a la fabricación de pañales y productos de limpieza relacionados. En el segundo lugar, se ubica Industrias Ales con 17% del total de emisiones y tercer lugar Cedal con 15% del total. Es importante mencionar que en el caso de Industrias Ales, el monto emitido de \$ 15.000.000, se realizó en una sola oferta pública en diciembre de 2010. En el caso de Zaimella y Cedal, participaron en cinco y dos emisiones respectivamente; precisamente Zaimella es el emisor con mayor número de participaciones en el mercado de emisiones de obligaciones.

2.1.2 Montos de la emisión de renta fija

Cuadro N° 09
Monto de la emisión
(En dólares)

Número de emisiones por empresa en el monto establecido	Monto
4	5.000.000
3	3.000.000
2	1.500.000
2	2.000.000
2	2.500.000
2	4.000.000
1	8.000.000
1	6.000.000
1	10.000.000
1	15.000.000

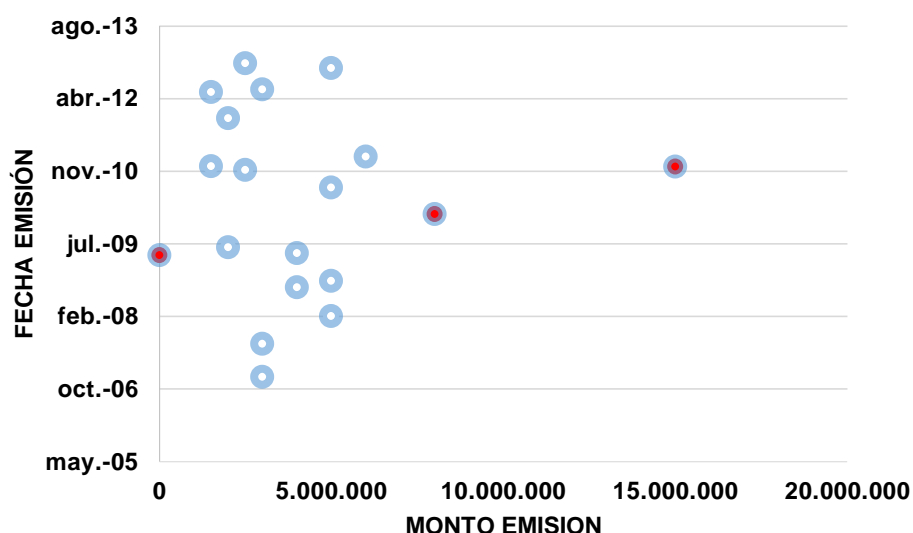
Fuente: BVG, BVQ y Superintendencia de Compañías

Elaboración: Carlos Galarza

En el cuadro anterior se establece el número de emisiones por cada empresa según el monto de la emisión, por ejemplo, en el primer caso se han vendido en el mercado de valores cuatro emisiones de obligaciones por un monto total de \$ 5.000.000. De esta manera se establece que el monto de emisión de obligaciones preferido por los emisores es \$ 5.000.000, ya que cuatro empresas manufactureras escogieron este monto para ofrecer a los inversionistas; el siguiente monto escogido por los emisores es \$ 3.000.000, ya que tres empresas lo han preferido para salir al mercado primario. Como muestra la tabla anterior, los emisores tienen predilección por montos de emisión de obligaciones entre \$ 1.500.000 y \$ 3.000.000, ya que, tienen mayor rapidez para ser adquiridos por los inversionistas.

En el siguiente gráfico se muestra la relación entre la fecha de emisión y el monto de la emisión:

Gráfico. 13
Emisores Mercado de Valores



Fuente: BVG, BVQ y Superintendencia de Compañías

Elaboración: Carlos Galarza

Se puede apreciar que los mayores procesos de emisión de obligaciones sucedieron entre el año 2009 y 2010, cuando salieron al mercado la emisión de obligaciones por \$ 15.000.000 de Industrias Ales y la emisión de \$ 10.000.000 de Pinturas Cóndor. En el año 2011 y 2012, los montos emitidos han sido menores a los montos emitidos en el año 2005 y 2006. Esto refleja un alejamiento de los emisores del mercado de valores.

2.1.3 Plazo de las emisiones de obligaciones

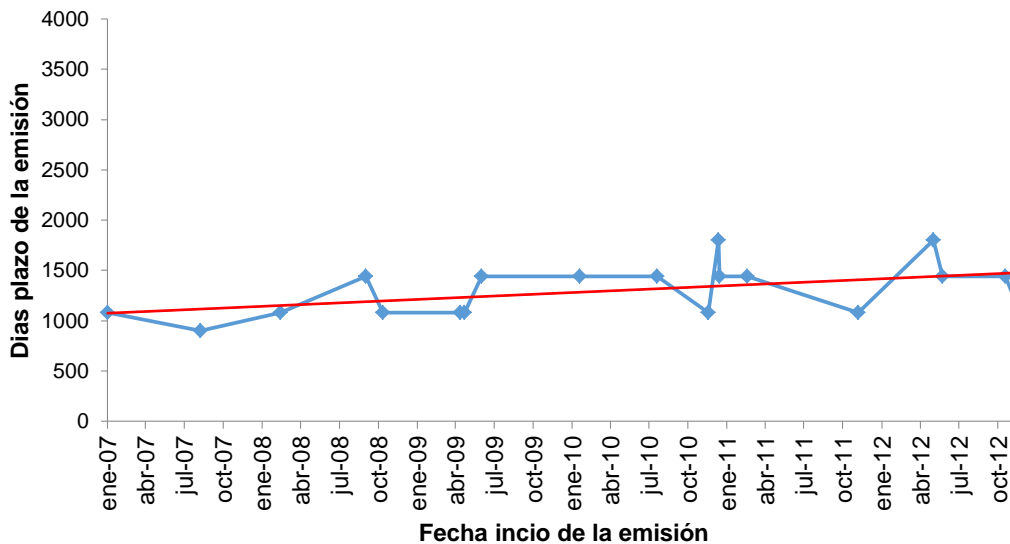
El plazo más largo corresponde a la emisión de obligaciones de Industrias Ales, con 3600 días plazo que es la serie 3 clase C emitida por \$ 6.000.0000, en diciembre de 2010 con fecha de vencimiento 30 octubre de 2020. Esta emisión corresponde a la emisión global de \$ 15.000.000.

El plazo más corto corresponde a la emisión de obligaciones de Zaimella del Ecuador, con 360 días plazo que es la serie 1 clase B emitida por \$ 1.000.000, en enero de 2007 con fecha de vencimiento 4 enero de 2008.

El plazo promedio de las emisiones de obligaciones analizadas en las empresas de manufactura es 1418 días, que equivale a 3 años, 11 meses y 8 días.

En el siguiente gráfico se puede apreciar, que el plazo de las emisiones se ha mantenido estable en el periodo comprendido entre enero 2007 y diciembre 2012. La línea roja representa la tendencia del plazo la cual se ha mantenido con una ligera alza de 1.000 días de plazo hasta 1.300 días. Esto indica que los emisores procuran ampliar los plazos de las emisiones de obligaciones con el fin de conseguir mejores condiciones de financiamiento en el mercado de capitales.

Gráfico N° 14
Plazo de emisión de obligaciones



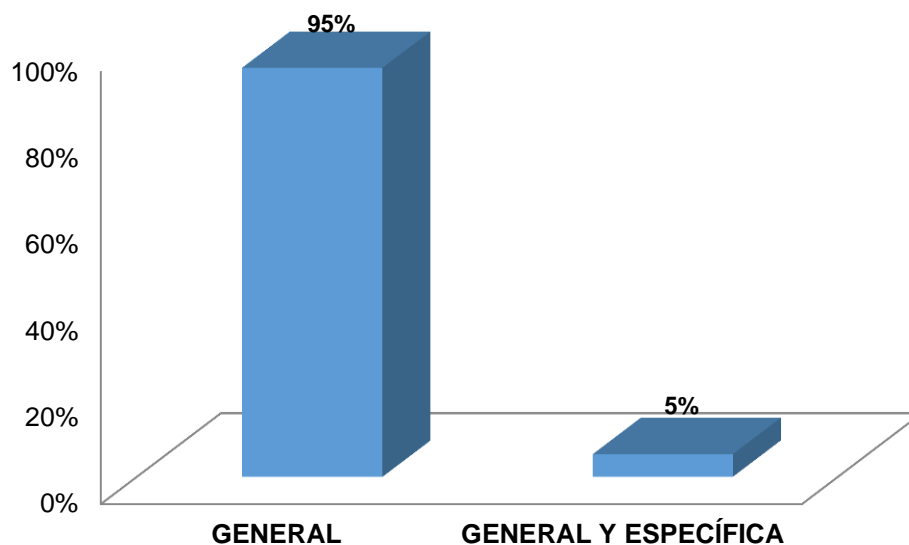
Fuente: BVG, BVQ y Superintendencia de Compañías
Elaborado por: Carlos Galarza

2.1.4 Garantía de las emisiones de obligaciones

En el caso de la garantía de las emisiones de obligaciones, los emisores ofrecen garantía general como respaldo para los inversionistas. Esto se da por cuanto los emisores, con la garantía general respaldan la emisión con todos sus activos detallados en los estados contables; esto permite dar mayor seguridad a los inversionistas y además es un importante agregado al momento de realizarse la calificación de riesgo de la emisión. En el caso de la única garantía específica ésta fue emitida por la empresa Mundo Deportivo que es relacionada con la marca comercial Marathon Sports.

La diferencia entre garantía real y específica radica en el hecho que la garantía real se respalda en la suma total de activos de la empresa emisora y en la garantía específica se respalda en un activo determinado, puede ser un activo fijo como instalaciones, edificaciones y/o terrenos, o puede ser, un activo corriente como cuentas por cobrar.

Gráfico N° 15
Garantía de emisión de obligaciones

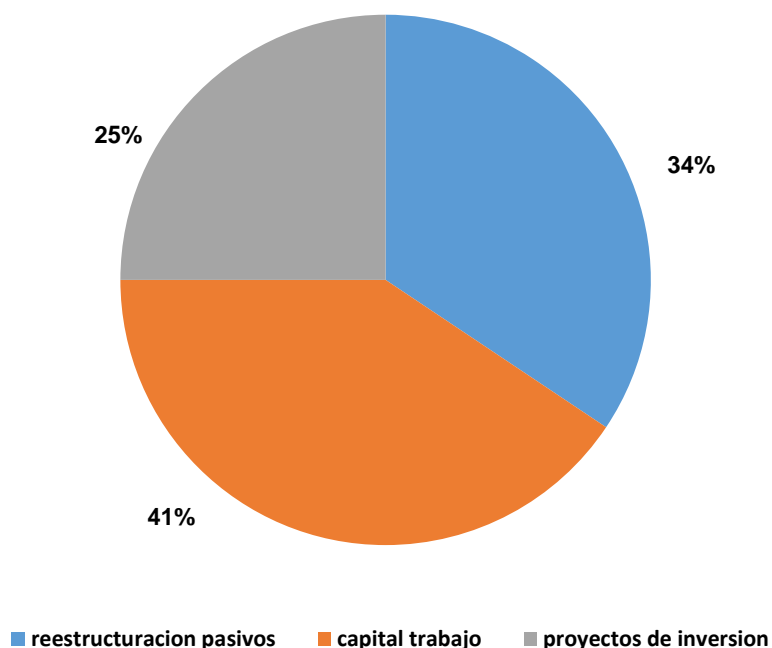


Fuente: Bolsa de Valores de Quito – Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaboración: Carlos Galarza

2.1.5 Destino del dinero captado en la emisión de obligaciones

En las emisiones de obligaciones del sector de manufactura el destino del dinero captado es utilizado en capital de trabajo, reestructuración de pasivos y proyectos de inversión. El 75% de las emisiones corresponde a capital de trabajo y reestructuración de pasivos, esto indica, que las empresas que emiten obligaciones buscan sustituir el mercado financiero por el mercado de capitales para financiar sus actividades. Especialmente en el corto plazo, como es el caso del capital de trabajo.

Gráfico N°. 16
Destino del dinero captado en la emisión de obligación



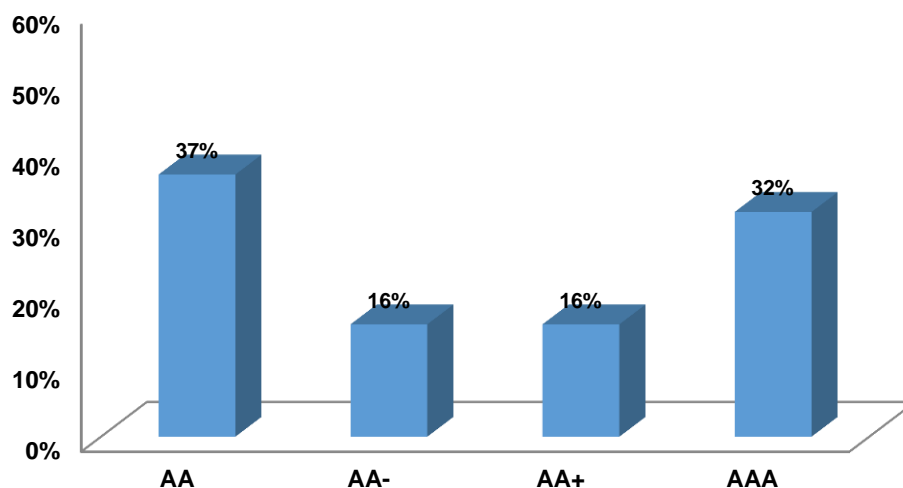
Fuente: BVG, BVQ y Superintendencia de Compañías

Elaboración: Carlos Galarza

2.1.6 Calificación de riesgo de la emisión de obligaciones

La calificación de riesgo es el criterio técnico e imparcial para dar opinión sobre la emisión de obligaciones, se expresa en base a letras, siendo AAA+ la calificación más alta; en el caso de las emisiones de obligaciones analizadas, la calificación más alta corresponde a AAA, que significa que la empresa tiene una posición fuerte para cumplir con sus obligaciones. Esta calificación corresponde a las empresas Zaimella y Life, es importante indicar que estas empresas tienen una presencia activa en el mercado de capitales. El resto de calificaciones de las emisiones, se ubican entre AA- y AA+, no existe una calificación menor a AA-, esto refleja la solvencia y solidez de las empresas que participan en el mercado de valores.

Gráfico N° 17
Calificación de emisión de obligaciones



Fuente: BVG, BVQ y Superintendencia de Compañías
Elaboración: Carlos Galarza

En el caso de las empresas calificadoras de riesgo, Pacific Credit Ratings abarca un considerable porcentaje del mercado, ya que concede su criterio técnico en el 68% de los emisores, seguidos lejanamente por Bankwatch y Humpreys.

2.1.7 Amortización de capital y fijación de tasa de intereses

La amortización de capital corresponde al periodo en el cual se abona la porción de capital a los inversionistas; en las emisiones de obligaciones investigadas, la amortización de capital preferida por los emisores es trimestral y semestral; diez emisores optaron por la amortización trimestral y nueve emisores por la amortización semestral. El periodo de gracia en la amortización de capital no es muy común en el mercado de capitales, tan solo, dos emisores de diez y nueve ofrecieron a los inversionistas la opción de gracia. Esta caracterización en las emisiones es entendible, ya que para los inversionistas no es atractivo no recibir el pago de capital constantemente desde el inicio de la inversión.

Cuadro N° 10
Tipo de amortización

Tipo de amortización por plazo	Porcentaje emisores
Trimestral	72%
Semestral	28%

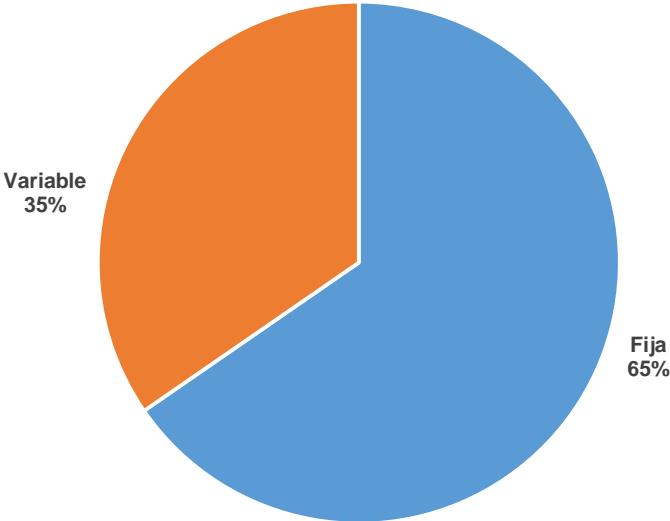
Fuente: BVG, BVQ y Superintendencia de Compañías
Elaboración: Carlos Galarza

En el caso de la fijación de intereses, 72% de emisores prefirieron la fijación de intereses trimestral y 28% de emisores prefirieron la fijación de tasas de intereses semestral. Esto indica que los emisores prefieren fijar la tasa de interés acorde al movimiento del mercado de capitales, esto con el fin, de no exponer el flujo de fondos a riesgos de tasa de interés. Es importante mencionar que nueve de diez y nueve emisiones tienen tasa de interés variable.

2.1.7.1 Tasas de interés de la emisión de obligaciones

El tipo de tasa de interés con mayor porcentaje de preferencia entre los emisores es la tasa de interés fija, la cual se mantiene sin variación durante todo el plazo del documento. De los emisores que optaron por la tasa de interés variable, la preferencia fue mayor hacia la tasa de interés pasiva del Banco Central.

Gráfico N° 18
Tasa de interés



Fuente: Investigación propia
Elaboración: Carlos Galarza

Es importante mencionar, a partir del año 2010, los emisores han optado por ofrecer a los inversionistas una tasa de interés fija. Esto debido a que la tasa de interés pasiva y LIBOR han tenido una tendencia a disminuir paulatinamente en el periodo de tiempo analizado; esto provoca que el mercado de valores no tenga demanda por las emisiones debido a lo poco atractivo de la inversión. Para evitar esta circunstancia las empresas emisoras, se han inclinado por emitir una tasa de interés fija para sus emisiones.

Esta preferencia hacia la tasa pasiva es gracias a su porcentaje bajo y por el motivo que no varía o cambia su valor, lo que prefieren las empresas para no sufrir cambios de aumento de interés, tal como se lo indicó previamente.

2.2 Evolución de las negociaciones de los títulos valores de renta variable

De la misma manera como se realizó el análisis de los títulos de renta fija, a continuación se presenta los títulos de renta variable; los datos presentados equivalen solo al total de los montos que se han negociado en este mercado y por este tipo de papel.

Por esta razón, se analizará por separado la ciudad de Quito y Guayaquil, por ser las ciudades donde se encuentran establecidas los entes de control y regulación (Bolsas de Valores).

Cuadro N° 11
Montos Negociados de Títulos Valores de Renta Variable
Período 2003 – 2013
(Millones de Dólares)

Año	Guayaquil	Quito
2003	14	80
2004	78	29
2005	59	89
2006	110	199
2007	61	231
2008	94	84
2009	883	473
2010	57	72
2011	40	73
2012	40	104
2013	55	94

Fuente: Bolsa de Valores de Quito – Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaborado: Carlos Galarza

Dentro del período de análisis, se puede apreciar que la Bolsa de Valores de Guayaquil registra un crecimiento en 11 años del 293%, mientras que Quito registra un crecimiento del 18%.

El diario El Universo (2010), refiere a que la ciudad de Quito, es una de las ciudades con emisiones constantes de títulos valores de renta variable, por tal motivo su crecimiento es bajo, a diferencia de Guayaquil, puesto que se registra un gran crecimiento de 293% en 11 años, esto se debe al aumento de participación de empresas, que se han domiciliado en esta ciudad para buscar mejores opciones de crecimiento y han acogido a nuevos inversionistas. Donde se puede resaltar que Guayaquil ha abierto sus puertas al mercado dando mejores oportunidades de desarrollo y crecimiento.

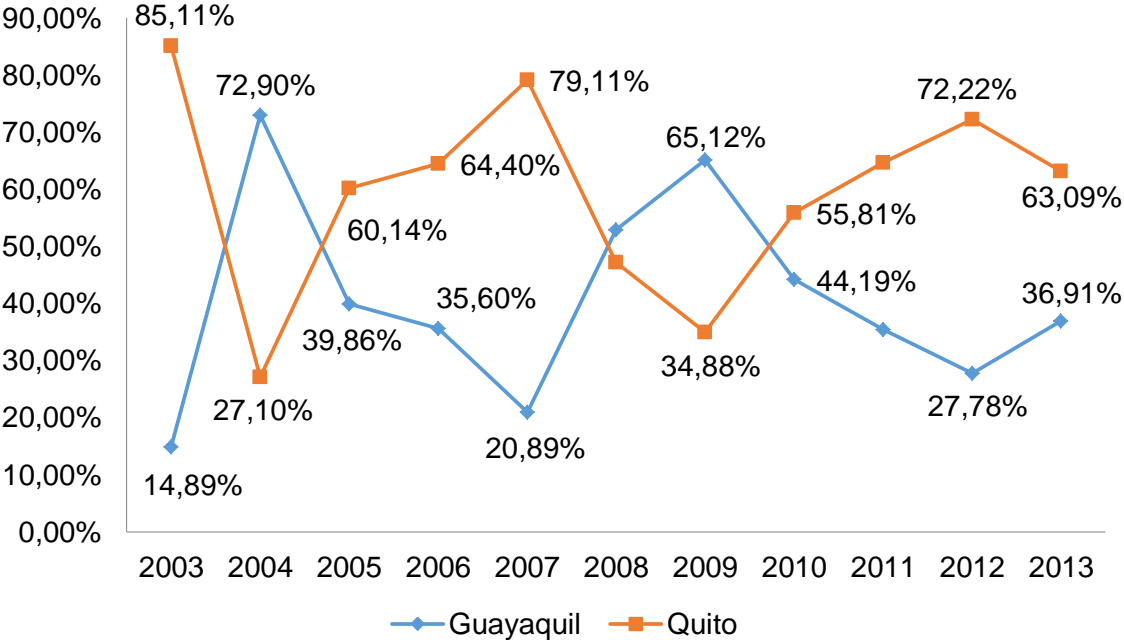
Los valores que se registran en la ciudad de Guayaquil con respecto a los montos originados por los títulos valores de renta variable, se encuentran en promedio en 136

millones de dólares, mientras que los datos que refleja la Bolsa de Valores de Quito se encuentran en 139 millones de dólares.

Junto a esto, el diario El Universo (2010) y Revista Gestión (2011) analizan que dentro del período 2008 al 2010 el 48% de las empresas más grandes se encuentren en Guayaquil, tales como: Corporación La Favorita, Conecel, Corporación El Rosado, Dinadec, Construmercado, entre otros, han visto a Guayaquil como una fuente para obtener inversiones, por tal motivo, dentro del período, la Superintendencia de Compañías registra aumentos de capital. El principal motivo de esta situación es que la ciudad se ha convertido en eje fundamental de la economía del país.

A la vez de lo que demuestran los datos, la gráfica permite apreciar la diferencia que se marca en estas dos ciudades.

Gráfico N° 19
Porcentaje de Participación de Renta Variable
Período 2003 – 2013
(Solo renta variable)



Fuente: Bolsa de Valores de Quito – Bolsa de Valores de Guayaquil
Elaborado: Carlos Galarza

La gráfica ayuda a resaltar la diferencia que existe entre Quito y Guayaquil, a la vez que refleja los resultados que se demuestran en el cuadro anterior, en promedio el 59% de las transacciones que se registran en los títulos valores de renta variable, corresponde a las transacciones o movimientos realizados en la ciudad de Quito, mientras que la diferencia del 41% de transacciones corresponden a la ciudad de Guayaquil.

Además, el gráfico nos permite apreciar la evolución que han tenido estas dos ciudades, como lo señala la Cámara de Industrias de Guayaquil (2012), el puerto ha hecho que

Guayaquil se convierta en una ciudad atractiva para las empresas, por tal motivo algunas de las empresas que se encontraban domiciliadas en la ciudad capital (Quito) se trasladen y fijen como domicilio a Guayaquil.

La Cámara de Industrias de Guayaquil resalta que gran parte de estas empresas, abren sus puertas al nuevo capital y dejan de lado la opción de emisión de deuda.

2.3 Evolución de las negociaciones bursátiles

El análisis que se realizará a continuación se enfoca en los montos totales negociados en el mercado de valores ecuatoriano, con el objetivo de ver la evolución que ha tenido el mismo a nivel nacional.

Cuadro N° 12
Evolución de las negociaciones bursátiles
Período 2003 – 2013
(Millones de dólares)

Año	Montos negociados	PIB
2003	2.256,00	32.433,00
2004	3.627,00	36.592,00
2005	3.502,00	41.507,00
2006	4.865,00	46.802,00
2007	3.469,00	51.008,00
2008	5.171,00	61.763,00
2009	6.427,00	62.520,00
2010	5.106,00	69.555,00
2011	3.761,00	79.780,00
2012	3.748,00	87.495,00
2013	3.722,00	93.577,00

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaborado: Carlos Galarza

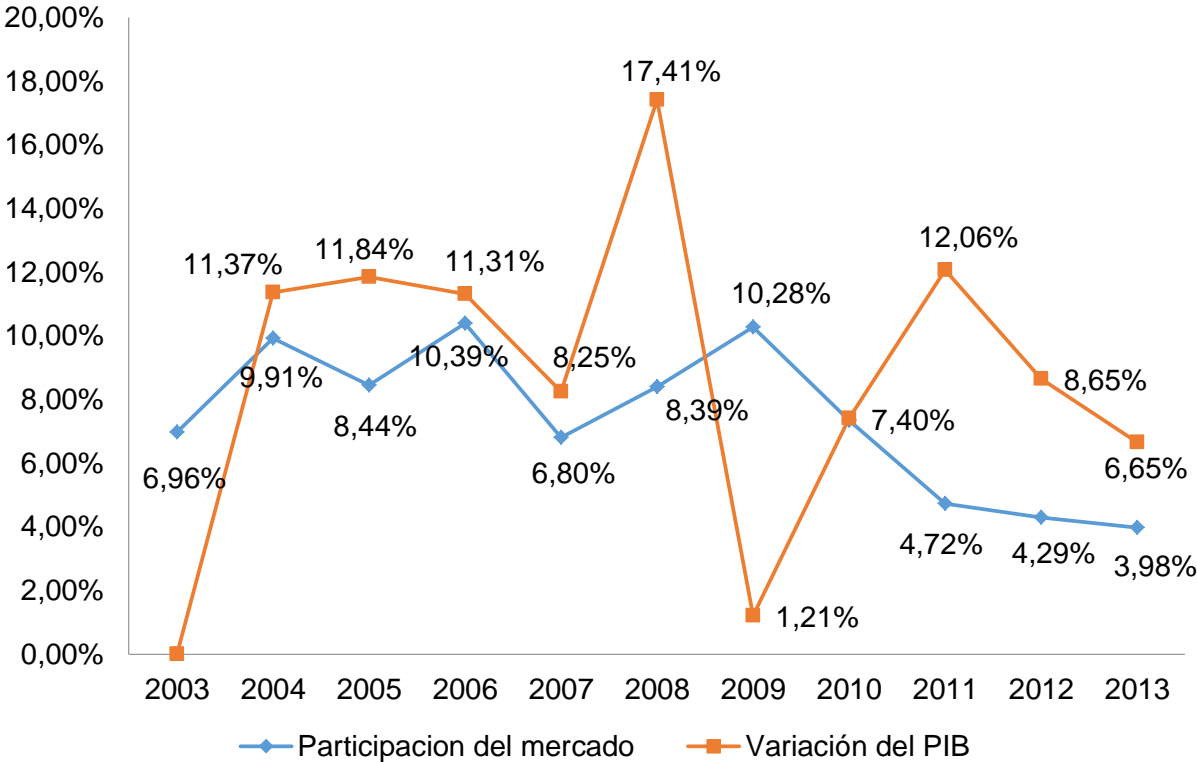
Las negociaciones totales (suma de renta fija y renta variable) que han realizado las casas de valores en 11 años ha generado que exista un incremento de ésta, pasando de 2,256 millones de dólares en el 2003 a 3,722 millones de dólares en el 2013, movimientos que han pasado por un ciclo económico de altas y bajas.

De modo que, la variación que se genera en estos datos se ubica en el 9,28%, es decir se ha tenido un margen de negociación de 4,152 millones de dólares, pero si se realiza el análisis igual que los anteriores, se puede evidenciar que desde el 2003 al 2007 (después de la crisis nacional y antes de la crisis mundial) el promedio de variación oscila en el 16,86%, lo que genera que en este período se mantenga un valor de 3,544 millones de dólares.

Mientras que, desde el 2010 al 2013 el promedio de variación es de $-9,15\%$, concluyendo que existe un decrecimiento de las negociaciones, la cual se mantuvo dentro del valor margen de 4,087 millones de dólares. Esto se debe a la falta de interés en este mercado, como se puede apreciar más arriba en estos años las empresas de manufacturas que más intervienen el mercado han disminuido su participación o han participado en el mercado con menores valores que los habituales.

Así mismo, dentro del período de crisis mundial (2008 – 2009), el mercado de valores ecuatoriano revela que el crecimiento alcanzado para el 2008 fue de $49,37\%$ y del $23,98\%$ para el 2009, generando un decrecimiento del $25,39\%$, esto es, que el aumento en las negociaciones fue de 1,243 millones de dólares.

Gráfico N° 20
Participación de las negociaciones en el PIB
Período 2003 – 2013



Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaborado: Carlos Galarza

La participación del mercado de valores en el PIB para el año 2003 se ubicó en el $6,96\%$, y descendió en 11 años, llegando al $3,98\%$.

Uno de los hechos más relevantes del mercado de valores se puede observar que dentro del período 2008 – 2009, la crisis mundial no afectó en gran medida al mercado bursátil, lo contrario ocurre en la economía del país que se vio perjudicada de forma indirecta.

El mercado de valores en el año 2009 genera una participación del 10% en el PIB porcentaje que iguala al sector de comercio y superando a los sectores de agricultura, actividad inmobiliaria, alojamiento y servicios de comida, convirtiéndose en un sector importante para la economía del país (Gualavisí, 2011: 5).

Además, un hecho relevante desde el 2003 hasta el 2009, es que la participación del mercado de valores se ha mantenido creciente, con una participación alta en la economía del país, pero desde el 2010 ocurre todo lo contrario la participación del mercado de valores es menor cada año, similar a lo ocurrido en varias economías del mundo en donde la desconfianza de los agentes, hace que el monto de transacciones negociadas en este medio sean menor en cada año (CNMVE, 2010: 23).

Según Aspe (2009), esto se debe a las acciones de la gente, la cual comienza a desconfiar del mercado y del sector en general, por motivo de la crisis mundial, ya que por la mala información, el sector fue el principal responsable de esta situación.

Aspe indica, que esto es una de las mentiras más grandes que existió en el mundo en la época de crisis, ya que nada tuvo que ver el mercado de valores y solo fue uno de los efectos de la crisis. El verdadero origen radica en la acumulación de varias causas⁹ que no fueron tratadas por los Estados Unidos.

Por esta causa, se puede decir que el decrecimiento que tiene el mercado de valores desde el año 2010, es por razones de la crisis mundial. Dando como resultado, que la confianza que existe en este mercado (ecuatoriano), es menor por este efecto. A diferencia de la economía del país, que se vio perjudicada de manera inmediata (2009); y, consecuentemente, en el mercado de valores se vio los efectos de la crisis mundial un año después.

Estos resultados han sido obtenidos por la agrupación de los títulos de renta fija y de renta variable, lo que nos demuestra el nivel de negociación global que ha obtenido el mercado de valores nacional, pero también es importante analizar los valores por separado, para poder visualizar en qué tipo de papel tienen más confianza los inversionistas y el tipo de documento que más prefieren emitir las compañías.

A la vez que, cabe resaltar que dentro de los valores que se demuestran y se indican en la base de datos de la BVQ, que reúne las operaciones de Quito y Guayaquil; también se debe considerar que dentro de estos datos se encuentran los valores de la deuda interna del país; es decir, los bonos que son emitidos por el Estado.

⁹ Aspe señala que las causas son cuatro: 1.- el sostenimiento durante varios años de una política monetaria errónea y laxa por parte de la Reserva Federal; 2) la autorización de la SEC, en 2004, que permitió aumentar el apalancamiento de la banca de inversión; 3) las bajas impositivas, a partir de 2001, a las empresas y a las ganancias de capital que distorsionaron los incentivos al ahorro, aumentando peligrosamente el déficit fiscal, y 4) la estructura de compensaciones a los ejecutivos en las empresas públicas en la forma de "opciones sobre acciones", que se transformó en un incentivo para presentar resultados manipulados.

Cuadro N° 13
Negociaciones bursátiles por tipo de papel
Período 2003 – 2013
(Miles de dólares)

Año	Renta Variable	Renta fija	Total negociado
2003	93.806,00	2.163.703,00	2.257.509,00
2004	106.986,00	3.519.777,00	3.626.763,00
2005	146.598,00	3.355.234,00	3.501.832,00
2006	323.556,00	4.541.811,00	4.865.367,00
2007	289.778,00	3.179.986,00	3.469.764,00
2008	177.969,00	4.993.032,00	5.171.000,00
2009	1.356.427,00	5.070.857,00	6.427.284,00
2010	132.086,00	4.973.836,00	5.105.921,00
2011	112.917,00	3.647.719,00	3.760.636,00
2012	144.135,00	3.603.982,00	3.748.117,00
2013	148.365,00	3.573.902,00	3.722.267,00

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elabora: Carlos Galarza

En el transcurso de 11 años el mercado de valores ha negociado un total de 45.656 millones de dólares que se encuentran repartidos de la siguiente manera: un total de 42,623 millones de dólares para la renta fija y 3.032 millones de dólares para renta variable; la participación de los papeles de renta fija equivalen al 93,36% y el 6,64% para renta variable.

Según los datos de la Bolsa de Valores de Quito (2014), el mercado de valores registra un ingreso promedio de 275 mil dólares por transacciones realizadas en renta variable, y de 3.784 millones para renta fija.

A la vez se puede evidenciar lo que anteriormente se indicó, la crisis mundial no afectó al mercado de valores en los años 2008 y 2009, pero desde el 2010 las negociaciones que se registran son menores sobre todo en los papeles de títulos de renta fija, lo contrario con lo de renta variables, se puede evidenciar un incremento de dos a cuatro mil dólares.

Dentro del mercado de valores ecuatoriano, la mayoría de las negociaciones o transacciones que se realizan dentro de este mercado van dirigidas a los títulos de renta fija, los que tienen una semejanza a los papeles emitidos por las instituciones bancarias, esto se debe al precio, las garantías, la rentabilidad, y el tiempo de vencimiento que tiene estos papeles. (Ruiz, 2008:24)

Por el lado de los emisores, los títulos preferidos son los de renta fija, los cuales son más solicitados en el mercado, según lo señala Ruiz, esto se debe a las expectativas de los inversionistas y a la desconfianza de abrir sus puertas a nuevos miembros, que traten de tomar el control de su empresa y por ser empresas generalmente manejadas por familias.

Otro de los objetivos, es que mediante los títulos de renta fija, las empresas pueden fijar beneficios atractivos para los inversionistas similares o mejores que los que les ofrece el sistema bancario, en el que juegan con el tiempo, el valor nominal¹⁰, la tasa de interés y la facilidad de negociación del mismo título valor, por medio de precio con descuento, con premio o a la par.

Así mismo, Ruiz señala que los títulos de renta variable, son los de menor negociación, como lo reflejan los datos, puesto que, uno de los motivos, es que son muy pocas las empresas que negocian y emiten este tipo de título valor en el Ecuador, por el motivo de que gran parte de los inversionistas deben esperar al final del periodo fiscal para obtener sus beneficios, ya que este tipo de título valor no puede garantizar un rendimiento fijo ni estable, dado que la ganancia de este viene por los dividendos, que pueden ser dividendos efectivos o dividendos en acciones.

A diferencia de la renta fija, los papeles de renta variable demuestran un comportamiento positivo con una tendencia creciente hasta el año 2007, desde el año 2008 al 2010 los efectos de crecimiento y decrecimiento que se presentan en el cuadro, demuestran las consecuencias de la crisis mundial y de la implementación del decreto presidencial, a partir del 2011 con la estabilidad del mercado, se puede observar la nueva tendencia de crecimiento, junto a esto Ruiz manifiesta que, al existir dos Bolsas de Valores en el país, este segmento del mercado se vuelve menos atractivo, por la posibilidad de realizar un arbitraje, lo que genera un desincentivo a este documento, y hace más apetecible a la renta fija por no poder realizar esta acción.

Los papeles de renta variable muestran una variación de participación en el mercado de 5,84%, mientras que el 94,16% de diferencia corresponde a la renta fija.

2.4 Evolución de las negociaciones bursátiles por ciudad.

2.4.1 Negociaciones registradas en la ciudad de Guayaquil

Después de analizar, y ver los cambios que tuvo el mercado de valores nacional, es importante analizar las negociaciones por ciudad (Quito y Guayaquil), con el objetivo de ver y considerar la ciudad que cuenta con un mercado de valores más desarrollado en el país, y así poder ver la importancia o el peso que tienen las casas de valores dentro del mercado.

Para comenzar este análisis de las casas de valores por separado, se iniciará por el estudio del mercado de valores de la ciudad de Guayaquil, se toma en primera instancia esta ciudad por ser una de las ciudades comerciales más importantes que tiene el Ecuador, y por ser la ciudad en donde se instauraron los primeros cimientos de la creación del mercado de valores en el país. (Bolsa de Valores de Quito, 2006: 25)

¹⁰ Valor nominal: Se considera valor nominal al valor que se encuentra marcado en el título valor al momento de la emisión. (Economía y Finanzas, 2013)

Cuadro N° 14
Evolución de las negociaciones bursátiles en Guayaquil
Período 2003 – 2013
(En dólares)

Año	Montos negociados en BVG	Variación
2003	1.114.392.952	-
2004	1.877.795.766	68,50%
2005	1.873.286.904	-0,24%
2006	2.402.333.598	28,24%
2007	1.702.288.365	-29,14%
2008	2.637.728.507	54,95%
2009	3.521.603.167	33,51%
2010	2.684.664.862	-23,77%
2011	1.967.844.877	-26,70%
2012	2.034.850.860	3,41%
2013	2.506.891.352	23,20%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Elabora: Carlos Galarza

Los valores o montos registrados en la Bolsa de Valores de Guayaquil, demuestran que las negociaciones han generado un crecimiento del 55,55% en 11 años, en donde se puede apreciar incrementos del 68,50% y decrecimientos de hasta – 29,14%.

En promedio los montos que registra la BVG son de 2.211 millones de dólares con una variación del 13,20%.

La BVG ha generado estos ingresos por la gran apertura e impulso que le ha dado al mercado para llegar a todas las personas, según El Emprendedor (2013) la BVG cuenta con un promedio el 6% de participantes que realizan inversiones hasta los 1.000 dólares, así mismo otro 19% de participantes han realizado inversiones hasta los 5.000 dólares.

De la misma manera, El Emprendedor (2013), señala que el mercado de valores en Guayaquil está funcionando y continúa con su desarrollo gracias a la ayuda que es brindada por los agentes intermediarios; esto es, las casas de valores que trabajan y que se encuentran registradas en la BVG.

Por esta razón, es interesante estudiar el papel más escogido por los inversionistas de Guayaquil, que se evidencia en el cuadro 15.

Cuadro N° 15
Negociaciones Bursátiles por Tipo de Título Valor en Guayaquil
Período 2003 – 2013
(En dólares)

Año	Renta Variable	Renta Fija	Total Negociado
2003	14.176.098	1.100.216.855	1.114.392.952
2004	77.729.902	1.800.065.863	1.877.795.766
2005	58.796.026	1.814.490.879	1.873.286.904
2006	109.670.542	2.292.663.056	2.402.333.598
2007	61.408.911	1.640.879.454	1.702.288.365
2008	93.993.937	2.543.734.570	2.637.728.507
2009	883.296.834	2.638.306.333	3.521.603.167
2010	56.723.952	2.627.940.910	2.684.664.862
2011	39.916.225	1.927.928.653	1.967.844.877
2012	39.903.806	1.994.947.054	2.034.850.860
2013	54.540.845	2.452.350.507	2.506.891.352

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil
Elabora: Carlos Galarza

En los 11 años la BVG ha generado un total de 24,323 millones de dólares en negociaciones de papeles de renta fija y variable.

La BVG registra una mayor participación en papeles de renta fija, dentro del período de 10 años, a la vez señala que se han generado un total de 22,833 millones de dólares en negociaciones de renta fija y 1,490 millones de dólares en renta variable.

Por esta circunstancia, los títulos valores de renta fija obtiene el 93,87% de participación en el total de la negociaciones realizadas en Guayaquil, mientras que los títulos de renta variable ocupan el 6,13%.

La participación de los títulos de renta fija en estos 11 años se ha mantenido en un promedio de 95,12%, lo que demuestra que la gran parte de inversión que se realiza en el mercado de valores de Guayaquil va destinada a los papeles de deuda emitidos por las empresas, mientras que el 4,88% de inversionistas son más arriesgados y toman la decisión de convertirse en socios o dueños de la empresa (tomando los beneficios y perjuicios que esta tenga).

Pero existe un año muy relevante en el mercado de valores de Guayaquil, como lo indica el diario La Hora (2010) en el año 2009 el mercado tuvo una gran variación en la participación de los títulos valores. Los papeles de renta variable alcanzaron un cuarto de las negociaciones totales, el motivo de este crecimiento según diario La Hora, es que gran parte de las casas de valores pertenecientes a los bancos o instituciones financieras se encontraban en la ciudad de Guayaquil, y por decreto estas no podían seguir siendo parte

de estas instituciones, motivo por el cual, se tuvieron que vender las acciones o la participación que estas tenían por decisión del decreto presidencial como se señala anteriormente.

Dejando de lado el año 2009, en donde existe un cambio extraordinario en el mercado de valores de Guayaquil, se puede decir que en la ciudad de Guayaquil el mercado de valores se mueve bajo los papeles de renta fija; lo que quiere decir, que las empresas o compañías emisoras de títulos valores prefieren emitir deuda antes de abrir y aumentar su capital.

2.4.2 Negociaciones registradas en la ciudad de Quito

Con respecto a estos estudios, se procede ahora a realizar el análisis de la ciudad de Quito donde en registros de inscripción, de funcionamiento legal, y con la función que debe tener la Bolsa de Valores, se inicia el mercado de valores del país. Con el propósito de ver cuál es la evolución que este ha tenido en el transcurso de 11 años, y en donde los inversionistas se dedican a invertir en esta ciudad, y en donde las empresas emisoras prefieren emitir sus papeles.

Cuadro N° 16
Evolución de las negociaciones bursátiles en Quito
Período 2003 – 2013
(Millones de dólares)

Año	Montos negociados	Variación
2003	1.142	-
2004	1.748	53,06%
2005	1.623	-7,15%
2006	2.460	51,57%
2007	1.809	-26,46%
2008	2.527	39,69%
2009	2.905	14,96%
2010	2.409	-17,07%
2011	1.792	-25,61%
2012	1.713	-4,41%
2013	1.215	-29,07%

Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elabora: Carlos Galarza

Los valores o montos registrados en la BVQ demuestran que las negociaciones han generado un crecimiento del 6,01% en 11 años, en donde se puede apreciar incrementos del 53,06% y decrecimientos de hasta – 29,07%.

A diferencia de Guayaquil, en la ciudad de Quito los montos de las negociaciones de los títulos valores suman la cantidad de 21,343 millones de dólares, 2,980 millones menos que lo que registra la BVG, lo que recalca que el mercado de esta ciudad es menos utilizado.

El promedio registrado de los montos negociados en la ciudad de Quito son de 1,940 millones de dólares, correspondiente a los títulos valores que se negocian en el mercado de valores, con una variación del 4,95%, cifra que se ubica bajo la variación de la ciudad de Guayaquil por 8,25% menos, lo que demuestra que, en la ciudad de Quito los cambios son menores, a los que ocurre en Guayaquil.

Así mismo, la Superintendencia de Compañías (2014) señala que la caída de los montos negociados en la ciudad de Quito se debe al traslado de un porcentaje de empresas, que fijan a Guayaquil como domicilio desde el año 2009; tal es el caso de Corporación La Favorita.

Bajo un análisis similar, al realizado en Guayaquil, se procede a analizar la situación para la ciudad de Quito y comprobar cuál es el título valor más usado en esta ciudad.

Cuadro N° 17
Evolución de las negociaciones bursátiles por tipo de título valor en Quito
Período 2003 – 2013
(Millones de dólares)

Año	Renta Variable	Renta Fija	Total Negociado
2003	80	1.062	1.142
2004	29	1.719	1.748
2005	89	1.534	1.623
2006	199	2.261	2.460
2007	231	1.578	1.809
2008	84	2.443	2.527
2009	473	2.433	2.906
2010	72	2.337	2.409
2011	73	1.720	1.793
2012	104	1.610	1.714
2013	94	1.122	1.216

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elabora: Carlos Galarza

Al igual que Guayaquil, en la ciudad de Quito se puede apreciar una mayor participación en los títulos de renta fija, en 11 años se han negociado por este tipo de valor la cantidad de 19,819 millones de dólares, con un promedio de 1,802 millones de dólares.

Mientras que, los títulos valores de renta variable han registrado en estos 11 años un valor de 1,528 millones de dólares con un promedio de 139 millones de dólares.

Lo que genera que el 92,84% de los montos registrados en la BVG se encuentren en negociaciones de títulos valores de renta fija, y que los títulos de renta variable obtengan solo el 7,16%.

A diferencia de Guayaquil, en Quito se puede observar una mayor participación en títulos de renta variable con el 1,03% más, lo que equivale a 38 millones de dólares, lo contrario que ocurre con los títulos valores de renta fija, los cuales son menores a los registrados en la ciudad de Guayaquil por 3,014 millones de dólares.

La participación de los títulos valores de renta variable en estos 11 años tiene un promedio de 6,86%, lo que demuestra que existe mayor participación a diferencia que Guayaquil, junto a esto se puede decir que en Quito existe un poco más de inversionistas interesados en formar parte de las empresas.

Al igual que con los títulos valores de renta fija, que son las transacciones que más se realizan en Quito, se demuestra que su participación es menor que la de Guayaquil, ya que la tendencia promedio que se da en esta ciudad es del 93,14%, cifra menor a la de Guayaquil por casi el 2%.

De igual manera, en el 2009 no se aprecia una variación tan elevada como la que registra Guayaquil, de esta forma señala el diario La Hora (2010), que en la ciudad de Quito el decreto presidencial no ocasionó grandes cambios en el mercado, ya que el número de casas de valores pertenecientes a instituciones financieras eran menores a las que se registraban en la ciudad de Guayaquil.

2.5 Evolución de los emisores de títulos valores

Como se ha analizado anteriormente, el mercado de valores nacional, ha tenido un crecimiento y un desarrollo interesante, ya sea en Quito o Guayaquil, lo que los convierte en mercados competitivos, por no encontrarse aliados o ser un mismo ente, gracias al desarrollo de estas, la cantidad de emisores nuevos que se han generado en el mercado representan una importante cantidad, ya que gracias a los emisores quienes se convierten en los colocadores, el mercado de valores nacional se ha desarrollado de forma consecutiva, además que demuestra que las compañías han comenzado a buscar otra forma de financiamiento que la popular, realizada en el mercado bancario.

Cuadro N° 18
Emisores de Títulos Valores del Sector Privado
Período 2003 – 2012

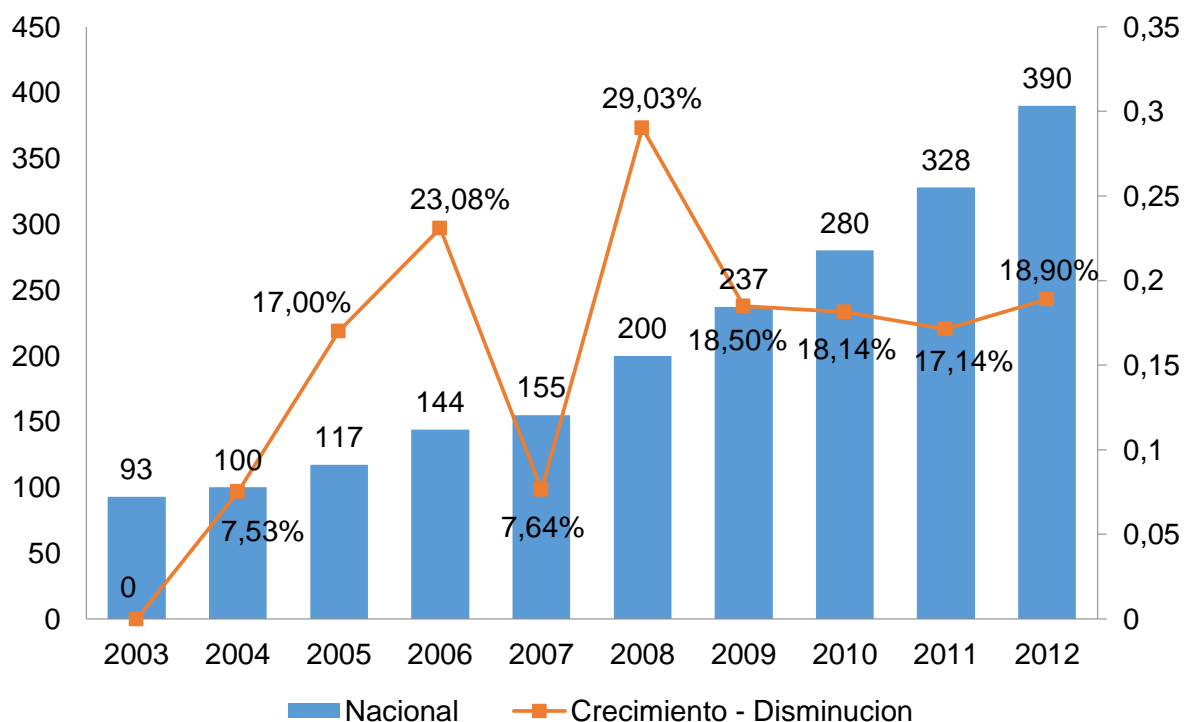
Año	Quito	Guayaquil	Nacional
2003	55	38	93
2004	60	40	100
2005	66	51	117
2006	75	69	144
2007	79	76	155
2008	92	108	200
2009	107	130	237
2010	124	156	280
2011	146	182	328
2012	176	214	390

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elabora: Carlos Galarza

Desde el 2003 al 2012, el promedio nacional aproximado de empresas emisoras se encuentran en 200 empresas, las cuales se localizan en Guayaquil con el 52% de participación, y en Quito con el 48%, siendo Guayaquil la ciudad en donde existe más empresas emisoras, esto se debe, a que esta ciudad es la capital económica del país y las empresas buscan financiamiento para la elaboración de sus proyectos, o poder cubrir la elaboración de su producción. (Spurrier, 2013: 1)

Gráfico N° 21
Evolución de Emisores de Títulos Valores
Período 2003 – 2012



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elabora: Carlos Galarza

El número de empresas privadas emisoras de títulos valores han aumentado de 93 en el 2003 a 390 en el 2012, generando un crecimiento del 419,35%.

La variación promedio que se ha generado en este período de estudio se ubica en el 17,44%.

Para el Ministerio de Industrias y Productividad (2012), el aumento de empresas emisoras de títulos valores en el mercado de valores es gracias a la confianza y solvencia que genera este mercado, y a la vez que las empresas sean grandes, medianas, o las consideradas PYMES, ven a este segmento una oportunidad de financiamiento fuera de lo ordinario, y común, en donde ellos ponen las reglas de juegos.

Esto ayuda a que las empresas no se vean atadas a las instituciones financieras y no estén con el control de las normas de estos organismos que en ocasiones provocan perjuicios para la empresa.

Capítulo III: Situación financiera de las Casas de Valores, período 2003 - 2012

3.1 Análisis financiero de las casas de valores periodo 2003 - 2012

Para tener una idea general de la situación económica que atraviesa el mercado de capitales y las negociaciones de títulos valores en el país, es necesario analizar las principales cuentas de los estados financieros tales como: el activo total, el pasivo total, el total de ingresos obtenido, el pago del impuesto a la renta y las utilidades netas.

Posteriormente se realiza un análisis general de la situación financiera en que se encuentra el sector a través del empleo de los índices de liquidez y de endeudamiento.

En la siguiente tabla se muestra los resultados de la gestión en las principales cuentas de las casas de valores, durante el período 2003 – 2012.

Cuadro Nº. 19
Principales cuentas contables Casas de Valores
(En Dólares)

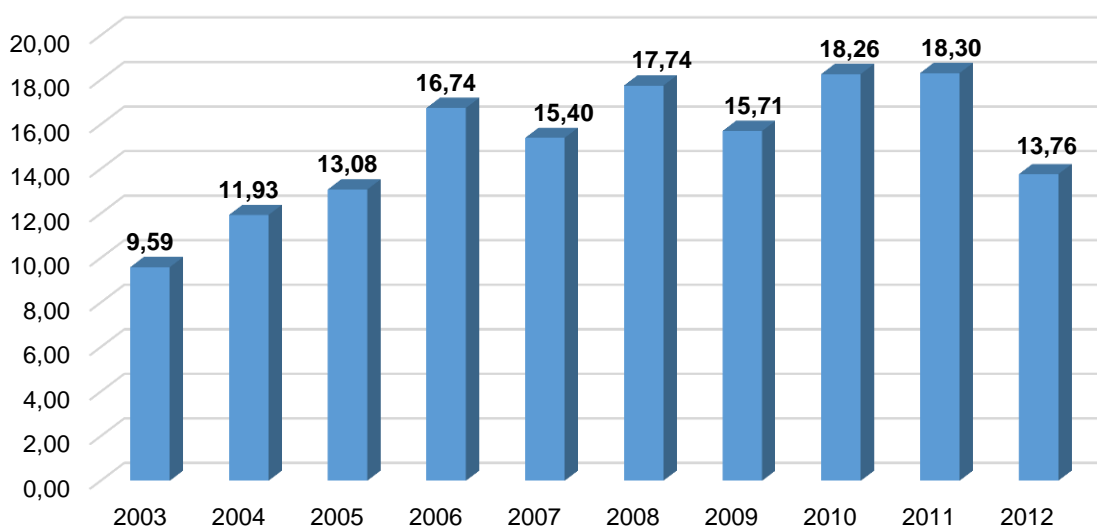
Cuentas/Años	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Activo fijo	838.885,85	2.159.390,25	1.507.772,69	1.578.814,82	1.993.476,96	2.794.383,17	2.363.331,16	2.566.086,36	3.349.653,17	131.738,64
Activo corriente	8.751.995,55	9.775.431,16	11.569.395,34	15.160.668,45	13.402.890,66	14.949.822,94	13.343.929,02	15.697.482,68	14.955.052,50	13.632.083,23
(=) Total Activo	9.590.881,40	11.934.821,41	13.077.168,03	16.739.483,27	15.396.367,62	17.744.206,11	15.707.260,18	18.263.569,04	18.304.705,67	13.763.821,87
Pasivo corriente	3.303.202,48	3.864.610,35	5.347.004,74	7.649.111,98	7.209.135,54	4.613.545,18	3.118.398,40	5.621.571,83	4.561.806,46	5.347.312,94
Pasivo no corriente	1.389.683,01	2.853.921,28	2.973.328,54	3.711.733,25	3.680.385,41	6.269.877,17	6.557.477,32	7.057.746,44	7.113.093,96	415.254,70
(=) Total Pasivo	4.692.885,49	6.718.531,63	8.320.333,28	11.360.845,23	10.889.520,95	10.883.422,35	9.675.875,72	12.679.318,27	11.674.900,42	5.762.567,64
Patrimonio	4.897.995,91	5.216.289,78	4.756.834,75	5.378.638,04	4.506.846,67	6.860.783,76	6.031.384,46	5.584.250,77	6.629.805,25	8.001.254,23
Ingresos operacionales	757.736,19	2.957.101,37	3.310.841,14	3.547.746,08	1.544.408,85	8.559.357,80	8.038.983,32	10.271.848,28	10.031.290,91	9.660.921,51
Ingresos no operacionales	830.741,19	1.259.919,51	869.386,52	1.162.394,86	723.094,59	1.727.597,82	2.207.511,00	1.089.832,05	1.333.472,66	1.061.869,94
(=) Total Ingresos	1.588.477,38	4.217.020,88	4.180.227,66	4.710.140,94	2.267.503,44	10.286.955,62	10.246.494,32	11.361.680,33	11.364.763,57	10.722.791,45
Impuesto a la renta	202.360,92	244.693,72	458.785,68	506.893,61	324.456,54	542.053,91	688.498,75	578.597,54	464.020,96	381.908,80
Utilidad Neta	841.011,46	1.417.809,16	1.636.829,27	2.642.742,07	1.212.054,75	2.289.884,06	2.289.462,20	1.175.621,45	1.150.584,75	1.316.216,15
Índice de liquidez	2,65	2,53	2,16	1,98	1,86	3,24	4,28	2,79	3,28	2,55
Índice de endeudamiento	0,96	1,29	1,75	2,11	2,42	1,59	1,60	2,27	1,76	0,72

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaborado por: Carlos Galarza

Activo total: En la tabla anterior se puede observar que la tasa de crecimiento de la cuenta del activo total del sector bursátil durante el periodo de análisis 2003 – 2012 fue del 16%, siendo los años 2006, 2008, 2010 y 2011 los más significativos en cuanto al incremento del activo. Esto se debe básicamente al aumento sustancial del activo circulante, resultado de las operaciones propias del sector, al captar y generar recursos de forma diferente a lo que ofrece el sistema financiero, es decir con respecto al costo oportunidad del inversionista (tasa de interés y rendimiento).

En el siguiente gráfico se muestra la evolución que ha tenido la cuenta del activo durante el periodo 2003 – 2012.

Gráfico N°. 22
Evolución de la cuenta del activo total del sector bursátil periodo 2003 – 2012
(En millones de USD)



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: Carlos Galarza

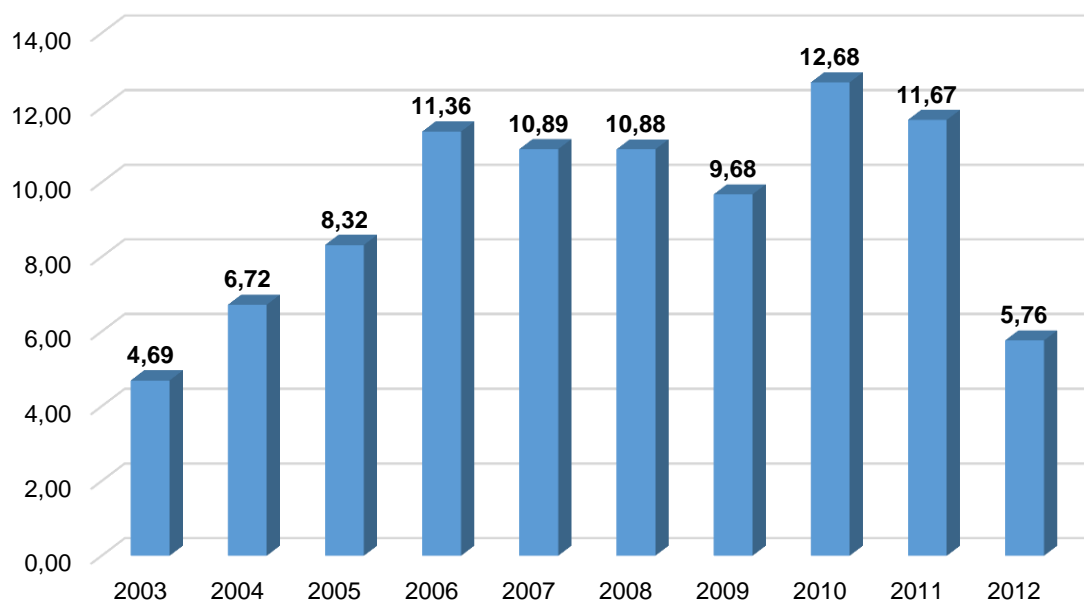
Analizando la tabla anterior se puede observar, el incremento considerable que ha existido del activo total del sector, sobre todo desde el periodo 2003 con \$ 9.59 millones a \$ 18.30 millones en el año 2011 con una tasa de crecimiento del 24% durante este periodo. Pero para el año 2012 el activo total disminuyó a \$ 13.76 millones es decir decreció en un 25% con respecto al año anterior, esto se debió a las estrategias crediticias que implemento el sistema financiero a los grandes, pequeños y medianos inversionistas.

Pasivo total: En la tabla anterior se puede establecer que la tasa de crecimiento de la cuenta del pasivo total del sector bursátil durante el periodo 2003 – 2012 fue del 14%, siendo los años 2006, 2007, 2010 y 2011 los más significativos en cuanto al incremento del pasivo. Esto se debe básicamente al aumento sustancial del pasivo corriente del sector durante estos años. Siendo el hecho generador de esta situación,

el incremento del número de emisores, los cuales esperaban el rendimiento de su inversión al finalizar el año.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del pasivo total del sector bursátil durante el periodo 2003 – 2012.

Gráfico N°. 23
Evolución de la cuenta del pasivo total del sector bursátil periodo 2003 – 2012
(En millones de USD)



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

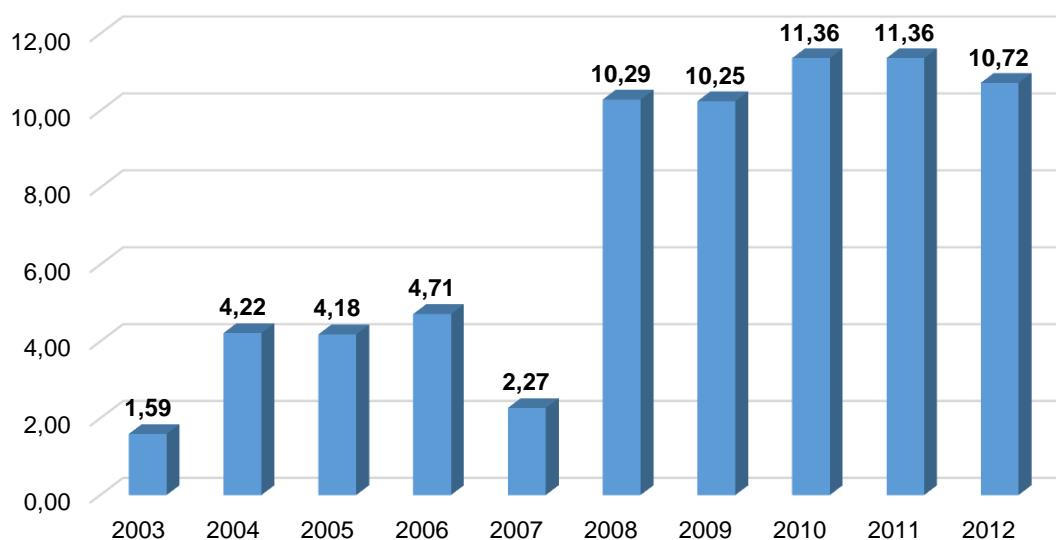
Elaborado por: Carlos Galarza

En la gráfica anterior, se puede determinar que el incremento del pasivo ha sido sostenido desde el año 2003 con \$ 4.69 millones hasta el año 2010 con \$ 12.68 millones, con una tasa promedio de crecimiento anual durante este periodo del 63%. Por otro lado durante los años 2011 y 2012 las obligaciones de corto plazo del sector bursátil empiezan a disminuir al pasar de \$ 11.67 millones a \$ 5.76 millones. Lo que significa, que existió una disminución drástica de la rentabilidad que ofrecen las transacciones bursátiles a sus inversionistas.

Ingreso total: En lo que respecta al total de ingresos generados por el sector bursátil del país durante el periodo de análisis 2003 – 2012, se puede observar que los años 2008, 2010, 2011 y 2012 son los más significativos, debido al incremento considerable de los ingresos operacionales del sector. La tasa de crecimiento del total de ingresos obtenidos por el sector durante el periodo analizado fue del 75%, lo que significa un incremento de la intermediación bursátil.

En el siguiente gráfico se muestra el comportamiento que ha tenido el ingreso total del sector bursátil durante el periodo 2003 – 2012.

Gráfico N°. 24
Evolución de la cuenta de ingreso del sector bursátil periodo 2003 – 2012 (En millones de USD)



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

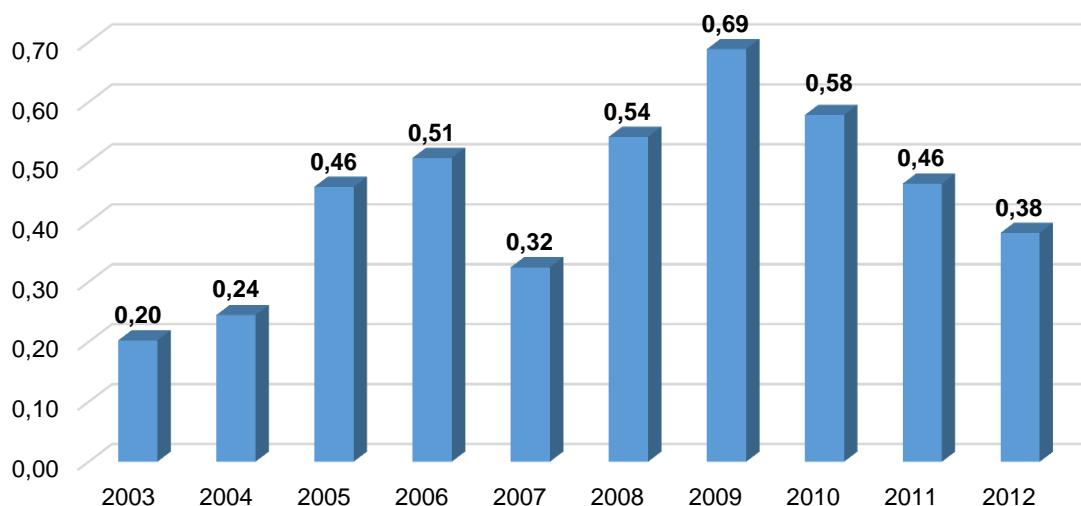
Elaborado por: Carlos Galarza

El análisis de la gráfica anterior muestra que los ingresos totales del sector bursátil se mantuvieron contraídos durante el periodo 2003 – 2007, al iniciar con \$ 1.59 millones y finalizar en \$ 2.27 millones, este hecho se debió al crecimiento irregular de los ingresos operacionales del sector. Por otro lado, durante el periodo 2008 – 2009 se presenta un crecimiento sostenido de los ingresos del sector al pasar de \$ 10.29 millones en el 2008 a \$ 10.72 millones en el 2012. Este hecho se debe al incremento considerable tanto de los ingresos operacionales como no operacionales del sector.

Impuesto a la renta: En lo que respecta al pago del impuesto a la renta por parte de las instituciones que pertenecen al sector bursátil, se puede observar que esta cuenta tuvo una tasa de crecimiento del 21% durante el periodo de análisis 2003 – 2012, siendo los años 2006, 2008, 2009 y 2010 los de mayor pago de impuestos al estado, esto se debió al cambio y mejoramiento de las políticas tributarias y de recaudación impuestas por el SRI.

En la siguiente gráfica se muestra el comportamiento que ha tenido el pago del impuesto a la renta por parte del sector bursátil durante el periodo 2003 – 2012.

Gráfico N°. 25
Evolución del pago del impuesto a la renta del sector bursátil periodo 2003 – 2012
(En millones de USD)



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

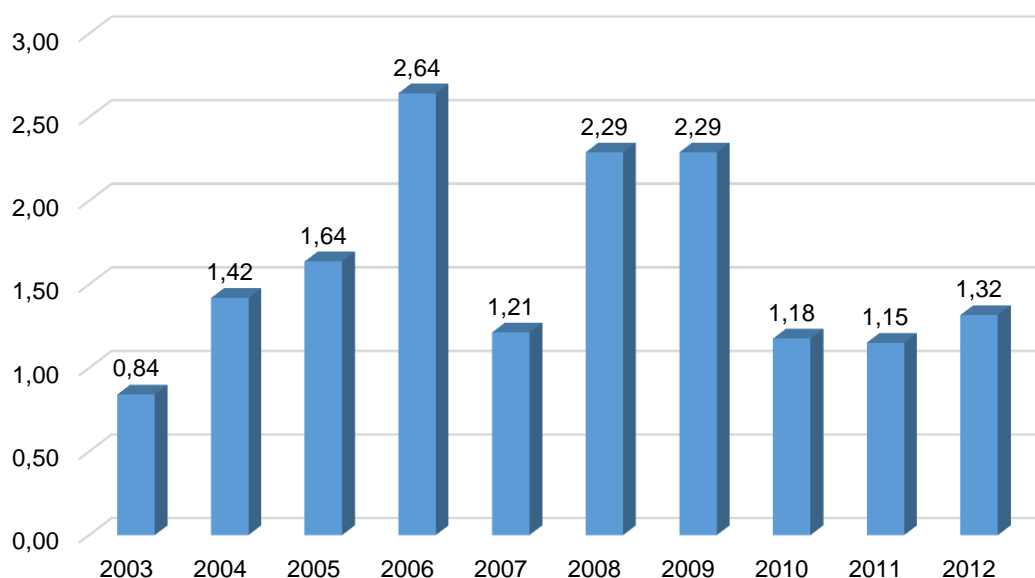
Elaborado por: Carlos Galarza

En la gráfica anterior, se puede observar que ha existido un comportamiento irregular en el pago del impuesto a la renta, siendo el año 2009 el de mayor contribución al Estado con un monto total de \$ 688.498.75. Esto se debe a que últimamente las bolsas de valores han ido tomando una forma más general y dinámica, es decir que ahora se presta para todo tipo de actividad comercial y productiva que genera rentabilidad y sobre todo contribuye al crecimiento de las pequeñas y medianas empresas, razón por la cual tiene una carga tributaria mucho menor que el resto de sectores.

Utilidad neta: En lo que respecta a la utilidad neta generada por el sector bursátil durante el periodo 2003 – 2012, se puede observar que estas tuvieron un crecimiento del 17%, siendo los años 2006, 2008 y 2009 los más beneficios para este sector, esto se debe a la preferencia que tuvieron los inversionistas por acceder a las bolsas de valores y más preferentemente de aquellas negociaciones bursátiles que ofrecen una renta fija.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de las utilidades netas obtenidas por el sector bursátil durante el periodo 2003 – 2012.

Gráfico Nº. 26
Evolución de las utilidades netas del sector bursátil periodo 2003 – 2012
(En millones de USD)



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: Carlos Galarza

El análisis de la gráfica anterior muestra en primer lugar que el año 2006 fue el de mayor generación de utilidades con \$ 2.64 millones, seguido de los años 2008 y 2009 con \$ 2.29 millones respectivamente, esto se debió a que los inversionistas tenían mayor preferencia por la intermediación bursátil que por la intermediación financieras, ya que su costo de oportunidad (tasa pasiva) era mucho menor al rendimiento que ofrecían las casas de valores. Por otro lado durante el periodo 2010 – 2012, se produce una disminución de las utilidades obtenidas con respecto a los años anteriores. Esto se debe a las estrategias comerciales del sistema financiero para captar los recursos de los inversionistas sin que estos se vean perjudicados, tales como periodos de plazo más largos, tasas activas y pasivas más competitivas ,entro otras.

Con el análisis general de las principales cuentas del sector bursátil, se puede establecer que el mismo ha tenido un importante descenso en los últimos años, debido a que las negociaciones fiduciarias no generan la misma rentabilidad como en sus inicios, razón por la cual el sector se ve obligado a incursionar en otro tipo de actividades productivas y no quedarse rezagado del resto de sectores, ya que según el Ministerio de Industria y Productividad (2012)

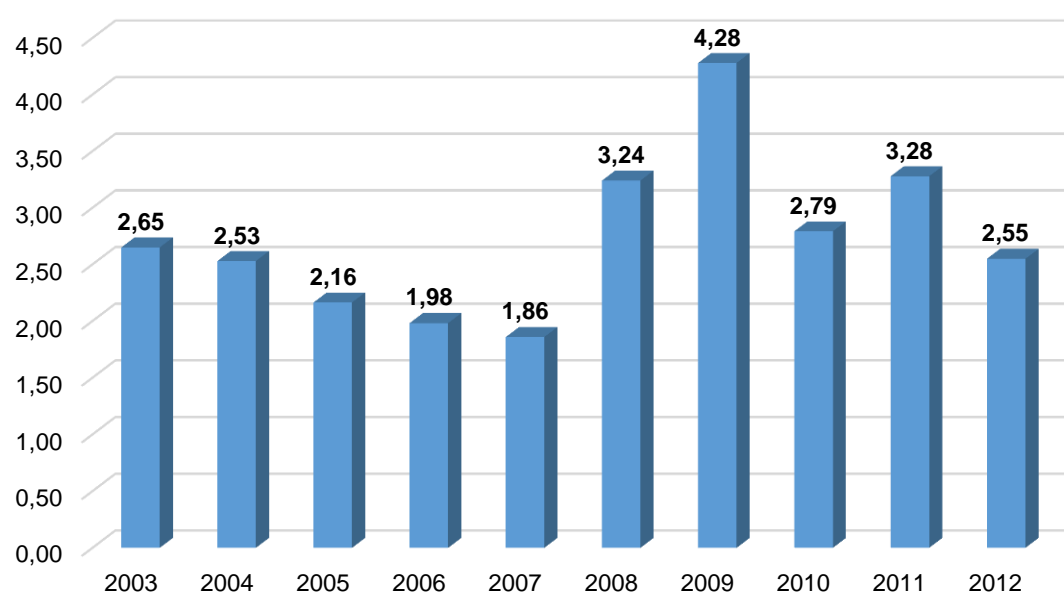
“El mercado de valores que incluye a las bolsas de Quito y Guayaquil en relación al PIB representaron el 8.8%, esto da cuenta que en el momento transado en relación a otros sectores de la economía es bajo, considerando el rol estratégico que tiene para el desarrollo.” (pág. 22)

A continuación se presentará el análisis general de la situación financiera del sector bursátil durante el periodo 2003 – 2012.

Índice de liquidez del sector bursátil: En primera instancia se empleara el índice de razón corriente del sector para determinar la capacidad de pago en efectivo que tiene el mismo con sus acreedores (emisores).

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del índice de liquidez del sector bursátil durante el periodo 2003 – 2012.

Gráfico N°. 27
Evolución del índice del liquidez del sector bursátil durante el periodo 2003 – 2012



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaborado por: Carlos Galarza

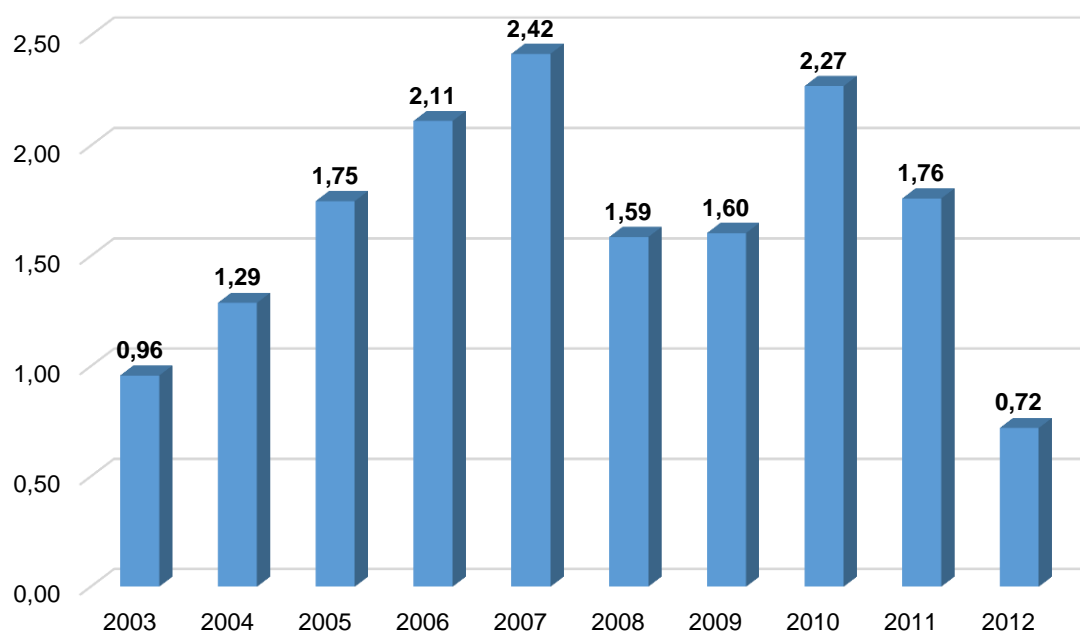
Como se puede observar en la gráfica anterior, el sector bursátil durante el año 2009 posee una mayor liquidez, ya que la relación entre el activo corriente y el pasivo corriente da como resultado \$ 4.28; lo que significa que este sector de la economía por cada dólar de obligación vigente con sus acreedores (emisores) contaba con \$ 4.28 para respaldarla. En lo que respecta al año 2012, se puede evidenciar que la liquidez del sector disminuyó considerablemente con respecto a otros años, con un resultado \$2.55, lo que significa que las instituciones dedicadas a las actividades de intermediación bursátil por cada dólar de obligación vigente con sus acreedores (emisores) contaba con \$ 2.55 para respaldarla.

Lo anterior refleja un descenso en las operaciones de la empresa lo que está en relación directa con su liquidez y solvencia.

Índice de endeudamiento: la finalidad de calcular el índice de endeudamiento del sector bursátil a través del nivel de apalancamiento financiero, es determinar qué tan comprometido está el patrimonio de los socios y accionistas de las casas de valores con sus acreedores (emisores).

En el siguiente gráfico se muestra la evolución que ha tenido el nivel de endeudamiento del sector bursátil del país.

Gráfico N°. 28
Evolución del nivel de endeudamiento que ha tenido el sector bursátil durante el periodo 2003 – 2012



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: Carlos Galarza

Analizando la gráfica anterior, se puede observar que el año 2007 es el de mayor endeudamiento ya que la relación entre el total de los pasivos y el patrimonio da como resultado un índice de 2.42 veces, lo que significa que el sector presenta un alto nivel de endeudamiento con sus acreedores (emisores). Por otro lado el año 2012 es el de menor endeudamiento que tiene el sector con sus acreedores (emisores), al obtener un índice 0.72.

Conclusiones y Recomendaciones

El principal resultado de la presente investigación, consistió en analizar y estudiar la importancia que tiene las casas de valores del Ecuador; en la cual se puede ver que el resultado de éstas, es que las casas de valores por ser intermediarios de valores directos son los ejes fundamentales para que el mercado de valores funcionen, y así mismo éste se desarrolle y crezca.

Al ser intermediarios directos de valores, las casas de valores cumplen con la función de facilitar a los inversionistas y emisores de valores la canalización de recursos económicos hacia los sectores de producción, y dar una forma diferente de inversión y crédito que la común del sistema bancario.

A la vez de la importancia de las casas de valores, este estudio demostró como el mercado de valores nacional se encuentra enfocado en el sistema de negociaciones de títulos valores de renta fija los cuales son preferidos tanto en el mercado de Quito como de Guayaquil, lo que indica que, para un mercado de valores está bien, pero no se debe dejar de lado la función principal de este; que es la negociación de los títulos valores de renta variable, en la que se debe hacer más énfasis; dado que el sistema financiero (bancario) es el que se encarga de realizar la emisión de estos títulos valores de renta fija a diario.

Junto a esto se analizó las bolsas de valores de Quito y Guayaquil, en la que se pudo apreciar que ambas cumplen la función de rivales, con ofertas muy diferentes; es decir, en Quito se reveló que el mercado es más constante y existe mayores opciones de inversión, puesto que los títulos de renta fija, y los de renta variable son muy negociados, a diferencia de lo que revela Guayaquil, en la que se enfoca casi su gran parte en la negociación de título valores de renta fija, por este motivo, se puede afirmar que Guayaquil es más eficiente en la negociación de títulos valores de renta fija; y, que Quito es más eficiente en la negociación de títulos valores de renta variable.

Igualmente se puede afirmar con los datos estudiados, que el mercado de valores de Quito es más constante que el de Guayaquil, donde se puede evidenciar el buen manejo del mercado y el número de intermediarios que existen en estas zonas lo que ha permitido que este segmento de mercado no tenga fluctuaciones como las que demuestra Guayaquil.

A nivel nacional, el mercado de valores ha tenido un desarrollo interesante gracias a la participación de las casas de valores que se encuentran registradas en el mercado, junto a esto se puede evidenciar que el mercado de valores a nivel nacional se encuentra con un enfoque en la negociación de títulos valores de renta fija, y que las bolsa de valores que participan en este mercado se encuentran separadas, diferenciadas, y compitiendo entre sí, cuando se debería realizar una alianza estratégica, para que las bolsas de valores no compitan entre ellas, y el mercado puede desarrollarse de una manera más eficiente y sólida.

Desde el inicio del análisis del período se vio una tendencia similar y con un pequeño crecimiento en el número de intermediarios de valores, dando así un crecimiento constante del número de negociaciones realizadas.

Este incremento de casas de valores ocasionaron que el número de transacciones aumente, pero que disminuyan los ingresos operacionales y todos los ingresos que los intermediarios obtienen por brindar sus servicios; lo que incluso hizo que el mercado se dinamice y no genere cierres, ni salidas de intermediarios de valores, lo que demuestra que el mercado se encuentra funcionando de forma dinámica para todos aquellos que intervienen en esta.

Las Bolsas de Valores y las casas de valores deben realizar charlas, conferencias, seminarios, talleres, entre otras actividades educativas, en las cuales se demuestre las facilidades y beneficios que brinda el mercado de valores, las que se encuentren dirigidas a inversionistas, estudiantes, personas en general y compañías emisoras de títulos valores, para que vean al mercado de valores como una opción viable para el financiamiento y la inversión, como una alternativa al común mercado bancario.

La Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil, deben buscar un mecanismo de integración, para la formación de una Bolsa de Valores ecuatoriana, con el objetivo de eliminar la competitividad y rivalidad de ambas bolsas que se generan en el mercado, y que el mercado no se encuentre sesgado.

Las casas de valores junto a las Bolsas de Valores, deben estudiar y analizar la contribución al desarrollo del sector real de la economía, en función de una fórmula de desintermediación (intermediación directa de valores) y abaratamiento de los costos financieros, que son provocados ante la realización de emisiones de valores y los costos de compra venta de los títulos valores para los inversionistas; para que de este modo se vean favorecidos, y no se encuentren barreras de ingreso al mercado de valores.

Dado que la participación de los títulos valores de renta fija es eficiente, las casas de valores junto a las Bolsas de Valores, deben impulsar la utilización de títulos de renta variable, para que los inversionistas puedan tener una gran variedad de opciones de inversión, gracias a la diversificación de papeles comerciales que se presentan en el mercado de valores, pero este debe estar atado a una buena charla de conocimientos dirigida a las empresas emisoras para que estas abran las puertas de su capital y dejen de ser empresas familiares con capital cerrado.

Las Bolsas de Valores junto a las casas de valores, deben brindar mayor protección al inversionista, por medio de una emisión de información amplia, adecuada y oportuna. Para ello, la asesoría que brindan las casas de valores deben ser integral y completa, en la cual el inversionista pueda conocer todas las posibilidades de inversión que brinda el mercado de valores, a fin de que tome la mejor decisión que este considere. A la vez, las Bolsas de Valores deben publicar toda esta información y tener respaldos de los mismos, con el objetivo de brindar esta información a cualquier persona que la solicite, puesto que se la puede considerar un posible inversionista.

Junto a las casas de valores y las Bolsas de Valores, la entidad encargada del control del mercado de valores, debería programar la ejecución de campañas de promoción y educación en este tema, la que debe estar dirigida a los agentes económicos, gremios profesionales, empresarios, instituciones públicas y privadas, y establecimientos educativos públicos y privados en general, para dar a conocer el mercado, y así este pueda desarrollarse más rápido y pueda ser considerado un mercado importante ante los ojos de los inversionistas extranjeros.

Pensar en dar la apertura a mercados internacionales a través de la reglamentación que sea necesaria para el efecto, con el fin de que en el mercado de valores nacional se coticen papeles del exterior y viceversa; de manera de expandir el mercado de valores con mayores posibilidades de crecimiento, y canalización de recursos de afuera hacia adentro y de adentro hacia afuera.

Referencia Bibliográfica

- Andrade V., R. (2006). *Legislación Económica del Ecuador*. Quito: Ediciones Abya - Yala.
- Álvarez C. María R, Ramírez H. Andrés, Rendón B. Alejandro (2010). *La curva de rendimientos como un indicador adelantado de la actividad económica, el caso colombiano: período 2001 – 2009*. Medellín: Ecos de ECONOMIA
- Asamblea Nacional República del Ecuador. (2014). *Código Orgánico Monetario y Financiero*. Quito.
- Aspe Pedro (2009). *Los orígenes de la crisis*. [Versión Flash Reader] Recuperado de: <http://www.cnnexpansion.com/economia/2009/02/06/los-origenes-de-la-crisis>
- Atehortúa G. John A. (2012). *Mercado de capitales y portafolios de inversión*. Bogotá: Ediciones de la U
- Banco Central de Chile (2004). *Sistema financiero y crecimiento económico en Chile*. Chile: Autor
- Banco Central del Ecuador (2013). *Ecuador: Reporte mensual de la inflación*. Quito: Autor.
- Banco Central del Ecuador (2014). *Estadísticas*. Recuperado de: <http://www.bce.fin.ec/index.php/estadisticas-economicas20>
- Bank For International Settlements (2007). *Evolución de los sistemas bancarios en América Latina y el Caribe: retos e implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera*. Suiza: Autor
- Baquerizo D. Jenny, Riofrío Lorena B. y Jiménez Paola G. (1999). *Análisis y evaluación sobre las necesidades de capacitación para el desarrollo del mercado de capitales en el Ecuador*. Recuperado de: <http://www.dspace.espol.edu.ec/bitstream/123456789/333/1/593.pdf>
- Barrera U. Fabián E. (2007). *¿La bolsa de valores, una inversión rentable?* Mercatura, edición N° 08
- Barro, Robert, GrilliVitorio, Febrero, Ramón (1997). *Macroeconomía Teoría y Política*. España: McGraw – Hill
- Basantes, Xavier (2012), *Las casas de valores competirán en igualdad de comisión*, Revista Lideres, Recuperado de http://www.revistalideres.ec/entrevista/casas-valores-competiran-igualdad-condiciones_0_733726622.html
- Bodie Zvi, Kane Alex y Marcus Alan (2004). *Principios de inversión*. España: Mc Graw Hill

- Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan (2004). *Principios de Inversiones*. España: Standard & Poor's
- Bolsa de Valores de Colombia (2014). *Guía del mercado de valores*. Colombia: Autor
- Bolsa de Valores de Guayaquil (2012). *Reglamento de comisiones*. Guayaquil: Autor
- Bolsa de Valores de Guayaquil (2014). *Base estadística*. Guayaquil: Autor
- Bolsa de valores de Guayaquil (2014). Información, estadística. Recuperado de: <http://www.mundobvg.com/>
- Bolsa de Valores de México (2007); *La bolsa de valores mexicana*. Recuperado de: http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_participantes
- Bolsa de Valores de Quito (2002). *Memorias de la Bolsa de Valores de Quito del 2002*. Quito: Auto
- Bolsa de Valores de Quito (2003). *Memorias de la Bolsa de Valores de Quito del 2003*. Quito: Auto
- Bolsa de Valores de Quito (2004). *Memorias de la Bolsa de Valores de Quito del 2004*. Quito: Auto
- Bolsa de Valores de Quito (2005). *Memorias de la Bolsa de Valores de Quito del 2005*. Quito: Auto
- Bolsa de Valores de Quito (2006), *Guía del inversionista bursátil*, Quito: Stanford Group Casa de Valores S.A.
- Bolsa de Valores de Quito (2006). *Memorias de la Bolsa de Valores de Quito del 2006*. Quito: Auto
- Bolsa de Valores de Quito (2007). *Memorias de la Bolsa de Valores de Quito del 2007*. Quito: Auto
- Bolsa de Valores de Quito (2008). *Memorias de la Bolsa de Valores de Quito del 2008*. Quito: Auto
- Bolsa de Valores de Quito (2009). *Inventarios de la Bolsa de Valores de Quito del 2009*. Quito: Autor
- Bolsa de Valores de Quito (2009). *Memorias de la Bolsa de Valores de Quito del 2009*. Quito: Auto
- Bolsa de Valores de Quito (2010). *Diccionario Bursátil*. [Versión Flash Reader] Recuperado de: <http://www.bolsadequito.info/uploads/promocion-y->

capacitacion/publicaciones/diccionario-bursatil/120105141358-748c4f544d9b458e8e814dcba3c1a059_diccionario.pdf

Bolsa de Valores de Quito (2010). *Inventarios de la Bolsa de Valores de Quito del 2010*. Quito: Autor

Bolsa de Valores de Quito (2010). *Memorias de la Bolsa de Valores de Quito del 2010*. Quito: Auto

Bolsa de Valores de Quito (2011). *Inventarios de la Bolsa de Valores de Quito del 2011*. Quito: Autor

Bolsa de Valores de Quito (2011). *Memorias de la Bolsa de Valores de Quito del 2011*. Quito: Auto

Bolsa de Valores de Quito (2012). *Memorias de la Bolsa de Valores de Quito del 2012*. Quito: Auto

Bolsa de Valores de Quito (2013). *Inventarios de la Bolsa de Valores de Quito del 2013*. Quito: Autor

Bolsa de valores de Quito (2014). *Preguntas frecuentes*. Recuperado de: <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/preguntas-frecuentes-3/>

Bravo V. Mercedes (2005). *Contabilidad general 6ta. Edición*. Quito: Editora NUEVODIA.

Calle R. Diana C., Morocho M. Diana E. y Vázconez A. Dolores I. (2007). *Enfoque del riesgo en el sistema bancario ecuatoriano* (Tesis de Ingeniería Comercial). Recuperada de repositorio digital de la UPS (Num. 123456789/431/13).

Ceballos H. David (s.f.). *Expectativas financieras y la decisión de invertir*. [Versión Flash Reader] Recuperado de: <http://www.ub.edu/iafi/Membres/DCeballos/expectativas.pdf>

Consejo Nacional de Valores (2006). *Codificaciones de las regulaciones expedidas por el consejo nacional de valores*. [Versión Flash Reader]. Recuperado de: http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/codificaciones/codificacion-de-resoluciones/110204213125-55223e34c8014a3bac444f48c40d7c35_cnv.pdf

Congreso Nacional. (1998). *Ley de Mercado de Valores*. Quito: Registro Oficial.

Court, Eduardo, Tarradellas, Joan (2010). *Mercado de Capitales*. México D.F.: Pearson

Cuenca Carlos (2014). *Valoración de instrumentos financieros aplicado al mercado de valores*. Guayaquil: Bolsa de Valores de Quito

- Cuerpo Antonio (2010). *El sistema financiero: su papel en los ciclos económicos*. Economyforum
- Dabós Marcelo P. (2008). *Mercado de capitales, sistema financiero y crecimiento económico*. Buenos Aires: Roque Maccarone
- Dapena José P. (2009). *Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía: literatura y evidencia para Argentina*. Buenos Aires: Ideas
- Del Canto, Jorge (2008), *Gane dinero: Operando en la bolsa*, Madrid: ESIC Editorial.
- Delfiner Miguel T. (2002). *Comportamiento de los precios de las acciones en el mercado bursátil argentino*. [Versión Flash Reader] Obtenido de: http://www.ucema.edu.ar/u/mtd98/Documentos_de_investigacion/AccionesCema.pdf
- Di Vincenzo Osvaldo (1973). *Matemática financiera*. Buenos Aires: Editorial KAPELUSZ
- Diego Araujo (2013). *Conferencia teórica y práctica sobre la bolsa y su funcionamiento*. Quito: Bolsa de Valores de Quito
- Dobson Edward D. (1985). *Recuerdos de un operador de acciones*. [Version Flash Reader]. Recuperado de: http://www.foro-bolsa.es/jol/Jesse_Livermore.PDF.
- Duarte D. Juan B., Ramírez L. Zulay Y. y Mascareñas Juan (2013). *Estudio Del Efecto Tamaño En El Mercado Bursátil Colombiano*. Madrid: Elsevier España.
- Economía y Finanzas Internacionales (EFI) (s/f). *Mercado de valores*. Recuperado de <http://www.puce.edu.ec/economia/efi/index.php/finanzas/2-uncategorised/44-mercado-de-valores-2>
- El Emprendedor (2013). *Bolsa de Valores en Ecuador ¿Cómo invertir en ella?* [Versión Flash Reader] Recuperado de: <http://www.emprendedor.ec/bolsa-de-valores-de-ecuador/>
- Galarraga T., Yaskarina (1989), *La bolsa de valores Ecuatoriana 1971 – 1987*, (Tesis de Economía, no publicado). Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador.
- Galarza John P. (2012). *Las pymes a través del mercado de valores en el Perú: una visión comparada con España*. IE Law School, Madrid, España
- Gómez P., Javier G.; Dinero, Banca y Mercados Financieros (2007). *Los países emergentes en la economía global*. Colombia: Alfaomega
- Granja V. María J. (2011), *Micro finanzas en el Ecuador: Lecciones aprendidas y perspectivas*, (Disertación de Economía, no publicado). Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador.

- Gualavisí Mélani (2011). *Boletín mensual de análisis sectorial de MIPYMES*. Quito: Flacso – MIPRO
- IDE Business School Universidad de los Hemisferios (2006). *Inflación y precios: Dos mundos superpuestos*. Quito: Perspectiva.
- Keown, Arthur; Petty, William; Scott, David; Martin, John (1999). *Introducción a las Finanzas*. España: Prentice Hall
- Kolb, R. (2013). *Inversiones*. Madrid : Limusa.
- Krugman, Paul (2008). *Economía Internacional Teoría y Política*. España: Pearson Education.
- Larraín, Felipe, Sachs, Jeffrey (2002). *Macroeconomía en la economía global*. Buenos Aires: Pearson Education S.A.
- López D. Ignacio (s.f). *Diccionario económico: Riesgo de mercado*. Argentina: Wolters Kluwer
- Lordon Frédéric (2011). *Adiós a las finanzas: Reconstrucción de un mundo en quiebra*. Buenos Aires: Gruposinsud
- Mankiw, Gregory (2007). *Principios de Economía*. México D.F.: Cengage Learning.
- Ministerio de Economía y Competitividad de España (s.f.). *Mercado primario*. España: Autor
- Ministerio de Industrias y Productividad (2012). *Alternativas de financiamiento a través del mercado de valores para PYMES*. Quito: Autor.
- Ministerio de Industria y Productividad. (2012). *Alternativas de financiamiento a través del mercado de valores para PYMES*. Quito: Ministerio de Industria y Productividad.
- Murphy John J. (2003). *Análisis técnico de los mercados financieros*. Barcelona: Gestión 2000
- Ochoa S., Guadalupe A; Saldivar del Angel, Roxana (2012). *Administración Financiera. Correlacionada con las NIF*. México: Mc Graw Hill
- Pérez R. Gustavo (2009). *Ecuador y la crisis financiera mundial*. Observatorio Internacional de Crisis [Versión Flash Reader]. Recuperado de: <http://www.observatoriodelacrisis.org/2009/01/ecuador-y-la-crisis-financiera-mundial/>
- Pesantes, Enrique (2010). *La Bolsa Busca Más Inversores*. Revista Lideres, 806 (19).

- Racines F. Beatriz E. (2004), *El papel de las casas de valores en el desarrollo del mercado de valores Ecuatoriano (periodo 1998 – 2003)*, (Disertación de Grado de Economía, no publicado). Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador
- Ramírez C. Gloria L. y Fernández E. Claudia P. (2008). *Estructuración de portafolios de acciones en el mercado de valores de Hong Kong*. Medellín: Escuela de Ingeniería de Antioquia.
- Revista La Verdad (s.f.). *¿Qué es la bolsa de valores?* Guayaquil: Autor
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2006). *Fundamentos de finanzas corporativas*. México D.F.: McGraw-Hill Interamericana Editores S.A. de C.V.
- Rougier Marcelo y López Pablo (2012). *El mercado de valores y la financiación de la inversión. La experiencia argentina en la segunda posguerra*. Córdoba: Centro de estudios históricos
- Rovaya V., Gabriel (2008). *Finanzas para directivos*. Guayaquil: CODEGE
- Ruiz T. Gustavo (2004). *El contrato underwriting*. [Versión Flash Reader]. Recuperado de:
<http://www.pj.gob.pe/wps/wcm/connect/e951a30046d48660a704a744013c2be7/87underwriting.pdf?MOD=AJPERES>.
- Samaniego M. Ruth y Walsh G. Johnny (2008). *Mercado de Capitales ¿Por qué no en Ecuador?* (Tesina de administración y comercio). Recuperada de repositorio digital de la UPS Guayaquil (UPS-GT000043)
- Sanabria M. Julio C. (2011). *Microeconomía*. Perú: UAP
- Smith Eden (2014). *Casas de Bolsa*. Recuperado de: <http://mx.advfn.com/bolsa-de-valores/BMV/casas-de-bolsa>
- Superintendencia de Bancos y Seguros (2014). *Estadísticas bancos privados*. Recuperado de:
http://www.sbs.gob.ec/practg/sbs_index?vp_art_id=5036&vp_tip=2&vp_buscr=41
- Superintendencia de Compañías (1984). *El mercado de valores en el Ecuador*. Quito: Autor
- Superintendencia de Compañías (2014). *Estadísticas boletines anuales*. [Versión Excel]. Recuperado de: <http://www.supercias.gob.ec/portal/>
- Tarziján Jorge y Paredes Ricardo (2006). *Organización industrial*. México: Pearson Prentice Hall

Terceño Antonio y Guercio Ma. Belén (2011). *El crecimiento económico y el desarrollo del sistema financiero. Un análisis comparativo*. [Versión Flash Reader]. Recuperado de: <http://www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v17/172033.pdf>

Vega Hugo y Vega Marco (s.f). *Intermediación financiera y macroeconomía*. Perú: Moneda