PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR
FACULTAD DE ECONOMÍA

Disertación previa a la obtención del título de Economista

"Las reformas arancelarias y tributarias aprobadas en el Ecuador en el periodo 2010-2015 y su canal de transmisión al Mercado de Valores"

Nombre: Pierina Alejandra Nuques Jiménez
pierinanuques800@hotmail.com

Director: Mauricio Zurita
mauriciozurita1780@hotmail.com

Quito, abril de 2017

Resumen

La presente disertación analiza el comportamiento del mercado de valores ante la afectación en las calificaciones de riesgo de sus emisores a consecuencia de las reformas tributarias y arancelarias aprobadas en el Ecuador durante el periodo 2010-2015. Para poder conectar estas variables se identificaron las reformas tributarias y arancelarias que han sido aprobadas durante el periodo antes mencionado y se las clasificó por sector. A continuación se analizó como se han visto los sectores y sus empresas afectados por dichas reformas para así establecer el mecanismo de transmisión del efecto de las reformas tributarias y arancelarias en el mercado de valores y finalmente analizar su comportamiento. La información recopilada muestra que existen varias razones por las que el mercado de valores se ha visto contraído en el volumen de negociación y que las empresas participantes han tenido una caída en las calificaciones de riesgo, siendo, indirectamente, una de ellas las reformas arancelarias y tributarias tomadas en el país.

***Palabras clave**:* Mercado de valores, reformas arancelarias, reformas tributarias, calificaciones de riesgo, default, mercado de renta fija, mercado de renta variable.

Las reformas arancelarias y tributarias aprobadas en el Ecuador en el periodo 2010-2015 y su canal de transmisión al Mercado de Valores

Introducción 5
Metodología del Trabajo 8
Pregunta General 8
Preguntas Específicas 8
Objetivo General 9
Objetivos Específicos 9
Fundamentación teórica 10
Política Fiscal 10
Sistema Financiero 16
Mercado de Valores 20
Mercado de Valores Ecuatoriano 24
Reformas tributarias y arancelarias 30
Reformas Tributarias 31
Reformas Arancelarias 34
Presión Fiscal 36
Sectores económicos participantes del Mercado de Valores 37
Canal de Transmisión 41
Sector Industrial 42
Sector Comercial 45
Sector Financiero 49
Sector de Construcción 50
Sector Agrícola, Pesquero y Maderero 53
Sector de Servicios 55
El Mercado de Valores Ecuatoriano 58
Conclusiones 68
Recomendaciones 71
Referencias Bibliográficas 73
Anexos 78

Índice de Tablas

Tabla 1: Clasificación de los mercados 22
Tabla 2: Descripción de Calificaciones de Riesgo 28
Tabla 3: Retención a la fuente por título valor 33
Tabla 4: Precios Promedios de los vehículos por segmento (2010-2015) 47
Tabla 5: Empresas del Ecuindex 2015 63

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Impuesto sobre la compra o venta de un bien 12
Gráfico 2: Efecto del Impuesto en la empresa 14
Gráfico 3: Pirámide de Kelsem 25
Gráfico 4: Instituciones del Mercado de Valores 26
Gráfico 5: Intermediación Financiera por parte de las Casas de Valores 27
Gráfico 6: Cantidad de reformas arancelarias y tributarias por año 30
Gráfico 7: Cantidad de reformas tributarias por sector económico (2010-2015) 31

Gráfico 8: Número de reformas arancelarias por sector económico (2010-2015) 35
Gráfico 9: Número de reformas arancelarias tomadas por mes en el periodo 2010 – 2015. 35
Gráfico 10: Presión Fiscal en el Ecuador..... 37
Gráfico 11: Participación de los sectores en el PIB 38
Gráfico 12: Cantidad de emisores por sector económico..... 39
Gráfico 13: Variación del Índice de Actividad Económica no Petrolera (2010-2015)..... 42
Gráfico 14: Tasa de crecimiento anual del sector Industrial..... 43
Gráfico 15: Tasa de crecimiento anual del sector Comercial 46
Gráfico 16: Índice de Morosidad por entidad financiera..... 50
Gráfico 17: Tasa de crecimiento anual del sector Construcción 51
Gráfico 18: Índice de Precios de la Construcción 52
Gráfico 19: Tasa de crecimiento anual del sector Agropecuario..... 54
Gráfico 20: Caída de calificaciones de riesgo por sector (%)..... 57
Gráfico 21: Total Negociado/ PIB (%)..... 59
Gráfico 22: Volumen total Nacional Negociado (Millones de dólares)..... 59
Gráfico 23: Volumen por tipo de renta nacional negociado (Millones de dólares)..... 60
Gráfico 24: Variación porcentual anual del volumen negociado total y por tipo de renta..... 61
Gráfico 25: Variación de monto invertido en sector privado (%) 62
Gráfico 26: Variación de monto invertido en sector público (%)..... 63
Gráfico 27: Ecuindex..... 64
Gráfico 28: Índice sectorial..... 65
Gráfico 29: Índice de Volumen 66
Gráfico 30: Tasa de crecimiento de Capitalización Bursátil 66

Introducción

El mercado financiero es aquel que canaliza el dinero de las personas que tienen un superávit hacia las personas que tienen déficit de liquidez. Para lograr que las personas o empresas que tienen déficit obtengan financiamiento o a su vez liquidez existen varios mecanismos o mercados a los cuales pueden acudir, uno de ellos es el Mercado de Valores. Este es un buen medidor de la actividad económica en un país debido a que refleja el valor de tener un negocio que es el responsable de la mayoría del PIB de un país (Lehmann, 1996: 155). Este mercado canaliza los ahorros hacia oportunidades de inversión productiva, por lo que según Mishkin (2014) esta canalización debe ser eficiente.

Las empresas, a través del Mercado de Valores, consiguen financiamiento para sus necesidades con la emisión de deuda (obligaciones, papel comercial, bonos, etc.) o acciones. Dicha deuda sale al mercado con una calificación de riesgo que implica la probabilidad de que la empresa caiga en default o en otras palabras que la empresa incumpla con los pagos acordados (Jorion y Zhang, 2006:6). Por lo que si la empresa se ve afectada por variables exógenas o endógenas que tengan como consecuencia la caída de dicha calificación y en el aumento de la probabilidad de caer en default, el mercado de valores se verá afectado.

Por esta razón es muy importante tener en cuenta al mercado de valores para la toma de decisiones a nivel macro y microeconómico en un país, ya que estas decisiones, indirectamente (a través de las empresas) o directamente, pueden tener un impacto sobre el mismo. Dentro de las decisiones macroeconómicas se encuentra la estructura fiscal de un país que es la manera por la cual el Estado financia su gasto (Boyes, 1984).

En el Ecuador, durante el periodo 2010-2015 se han aprobado varias reformas tributarias y arancelarias y han afectado de varias maneras a los sectores participantes del mercado de valores y a sus empresas. A consecuencia de lo antes mencionado las calificaciones de riesgo de las empresas han caído por un aumento en el riesgo sistémico de cada una y/o por la caída de sus ventas, ingresos e indicies financieros conllevando a que el mercado de valores se vea afectado.

Los montos de transacciones del sector privado realizadas a nivel nacional, la caída de las calificaciones de riesgo y emisores en default son algunas de las situaciones que se han dado en el mercado de valores durante el periodo 2010-2015. Esta situación ha afectado a los inversionistas ya que tienen menos opciones de inversión para diversificar sus portafolios lo que tiene como consecuencia mayor riesgo. También, en algunos casos, no han podido recuperar sus inversiones porque los emisores cayeron en default. A su vez, la caída de las calificaciones ocasiona que los inversionistas ya no deseen tener esas inversiones y decidan venderlas en el mercado secundario por un valor menor, asumiendo ellos la pérdida.

Las reformas arancelarias y tributarias que se han aprobado en el periodo, al cual hace referencia la presente disertación, han estado enfocadas en 6 de los sectores participantes del mercado de valores (Industrial, Comercial, Financiero, Servicios, Construcción y Agrícola, Pesquero y Maderero). El 92% de las reformas arancelaras tomadas en el periodo analizado hacen referencia a la modificación de la salvaguardia instalada en el 2009, mientras que las reformas tributarias modifican y/o exoneran al anticipo del impuesto a la renta, la base imponible del Impuesto a los consumos especiales, etc. Según la Bolsa de Valores de Quito el 80% del total de empresas que participan en el mercado de valores pertenecen a dichos sectores.

A pesar de que en el Ecuador el Mercado de Valores es pequeño en comparación con los mercados de valores de otras partes del mundo, esta situación afecta de gran manera a la economía, debido a que las empresas no logran conseguir financiamiento por medio de dicho mercado. Esto tiene como consecuencia que el agente que busca financiamiento tenga que acudir a los bancos a pedir préstamos para poder así financiar sus proyectos y seguir produciendo, lo cual conlleva que los préstamos se vuelvan escasos y más costosos (ley de la demanda). Esto tiene como efecto que las empresas tengan problemas de liquidez y de operatividad, ocasionando despidos o la liquidación de la misma afectando así a la economía en su conjunto.

La presente disertación está estructurada de la siguiente forma: La fundamentación teórica, la cual engloba las teorías más relevantes, encaminando al entendimiento de las variables planteadas en la presente disertación, trata temas como el mercado financiero, al cual pertenece el mercado de valores, las políticas fiscales y las reformas arancelarias y tributarias. También se menciona evidencia empírica que facilita el entendimiento del canal de transmisión y por último se hace referencia al mercado de valores ecuatoriano, como está constituido, su forma de operar, etc.

El primer capítulo corresponde a la identificación de las reformas arancelarias y tributarias aprobadas en el Ecuador en el periodo 2010-2015 y la clasificación de las mismas en los sectores de la economía pertenecientes al mercado de valores, así como también la participación de los sectores en la producción nacional.

En el segundo capítulo se estudia el canal de transmisión del efecto de las reformas antes mencionadas en el mercado de valores. Se analiza las consecuencias que han tenido las empresas pertenecientes al mercado debido a que sus sectores fueron afectados por las reformas arancelarias y tributarias aprobadas en el periodo antes mencionado.

El tercer capítulo examina el comportamiento del mercado de valores durante el periodo 2010-2015. Analiza como la afectación de los sectores y sus empresas han impactado en los niveles de negociaciones, calificaciones de riesgo, mora en el pago de obligaciones en el Mercado de Valores.

Finalmente, la investigación evidencia que el Mercado de Valores se ha visto afectado por la caída de las calificaciones de riesgo de las empresas. Los montos negociados cayeron, se ha concentrado las inversiones en títulos de corto plazo menos riesgosos, las calificaciones de riesgo han disminuido y empresas han caído en default.

Metodología del Trabajo

El alcance de la presente investigación es descriptivo, ya que analiza el comportamiento del mercado de valores ante el efecto de las reformas arancelarias y tributarias aprobadas en el país en el periodo 2010 – 2015, en los emisores de dicho mercado. El enfoque que tiene es cuantitativo debido a que se tomaron estadísticas para analizar lo sucedido en el Mercado de Valores en el periodo antes mencionado.

El método de investigación que se utilizó es el inductivo, ya que se empezó con un análisis de las reformas arancelarias aprobadas en el Ecuador durante el periodo 2010-2015. Luego se analizaron los efectos en los sectores a los que pertenecen los emisores que participan en el mercado de valores, planteándose así el canal de transmisión de las reformas arancelarias y tributarias hacia el mercado de valores. Finalmente, se evaluó el desenvolvimiento del mercado de valores antes la caída de las calificaciones de riesgo de sus emisores y el incremento de default dentro del mercado en el periodo antes mencionado.

Por lo tanto se recopiló información de las reformas tributarias y arancelarias de los registros oficiales del año 2010 al 2015. Posteriormente, se tomó información de los mismo años, como los sectores de la economía pertenecientes al mercado de valores, montos negociados a nivel nacional (Bolsas de Valores de Guayaquil y de Quito), calificaciones de riesgo, emisores en default, etc. y así se estableció el mecanismo de transmisión de las reformas tributarias y arancelarias en el mercado de valores y finalmente se analizó el comportamiento de este.

Pregunta General

¿Cuál ha sido el comportamiento del Mercado de Valores por la incidencia de las reformas arancelarias y tributarias, aprobadas durante el periodo 2010-2015, a sus emisores?

Preguntas Específicas

- ¿Cuáles son las reformas tributarias y arancelarias aprobadas en el periodo 2010-2015 y a qué sectores de la economía perteneciente al Mercado de Valores pertenecen?
- ¿Cuál es el canal de transmisión de la reacción de los sectores de la economía y sus empresas pertenecientes al Mercado de Valores ante las reformas aprobadas en el periodo 2010-2015 hacia el Mercado de Valores?
- ¿Cómo se ha comportado el Mercado de Valores por la afectación de sus participantes ante las reformas arancelarias y tributarias aprobadas en el periodo 2010-2015?

Generando los siguientes objetivos:

Objetivo General

Analizar el comportamiento del Mercado de Valores por la incidencia de las reformas arancelarias y tributarias que se han aprobado en el Ecuador en el periodo 2010 – 2015, a sus emisores.

Objetivos Específicos

- Identificar, clasificar y analizar las reformas arancelarias y tributarias que han sido aprobadas en el Ecuador durante el periodo 2010-2015.
- Determinar el mecanismo por el cual se transmite la afectación que tienen los emisores de títulos valores ante las reformas tributarias y arancelarias tomadas en el Ecuador en el periodo 2010-2015 hacia el Mercado de valores.
- Analizar el Mercado de valores durante el periodo 2010-2015

Fundamentación teórica

A continuación se reseña las teorías más relevantes a la presente disertación. En la primera sección se muestra la definición, función e importancia de las políticas fiscales que implementa el gobierno en un país y teóricamente como afectan el comportamiento de las personas y a la estructura de costos y producción de una empresa; así como también quien (oferta o demanda) asume el impuesto implementado.

Posteriormente, se plantea un canal de transmisión a través de evidencia empírica donde presenta el efecto de algunas políticas fiscales (impositivas y arancelarias) en empresas y crecimiento de algunos países y partir de dicho efecto sobre las empresas, dentro del mercado de valores sus calificaciones de riesgo presentan un cambio, lo que empíricamente se ha demostrado que tiene un efecto negativo dentro de dicho mercado.

En la segunda sección se revisa el origen teórico del sistema financiero, al cual pertenecen los mercados de valores. Para poder tener un entendimiento claro sobre el mercado de valores, se hace énfasis en el funcionamiento, importancia y estructura de dicho mercado y finalmente indicar rápidamente las características del mercado de valores ecuatoriano.

Política Fiscal

> La estabilidad y el progreso económico en una sociedad libre exigen una sana política no sólo en orden a la tributación y al presupuesto, sino también en otros campos, entre los que figuran el dinero y el crédito. (Comité para el desarrollo económico, 1947)

La utilización del gasto del gobierno y la implementación de tasas impositivas para influenciar en el desarrollo de la economía es la política fiscal. Según William J. Boyes (1984) la diferencia entre la tasa de impuestos y el gasto del gobierno es utilizada normalmente como medidor de si la política fiscal ha sido expansiva, es decir que el gasto en el cual incurrió el Estado es mayor a sus ingresos percibidos por la recaudación de impuestos. Por otro lado, la política fiscal puede ser restrictiva, o en otras palabras, que el gasto del gobierno sea menor a los ingresos percibidos. El poder obligar a un grupo de la población a renunciar a sus recursos a favor de otro, es del Estado. (Stiglitz, 1998:426)

La política impositiva tiene dos objetivos. En primer lugar debe existir la eficiencia impositiva lo cual significa que se debe minimizar los costos asociados al establecimiento de un sistema impositivo y como segundo objetivo esta debe estar basada en la justicia y equidad, por lo que las personas con mayores recursos deben ser las que mayor aporte tengan.

Sin embargo esta, según Krugman y Wells (2006), tiene un problema principal ya que un impuesto eficiente puede considerarse injusto mientras que uno ineficiente totalmente justo, por ejemplo el IVA, es un impuesto eficiente ya que recauda de manera rápida y con muy pocas probabilidades de ser evadido pero se puede considerar injusto ya que no importa el nivel socioeconómico del agente, éstos pagarán lo mismo. Los autores concluyen que existe un trade-off entre eficiencia y equidad.

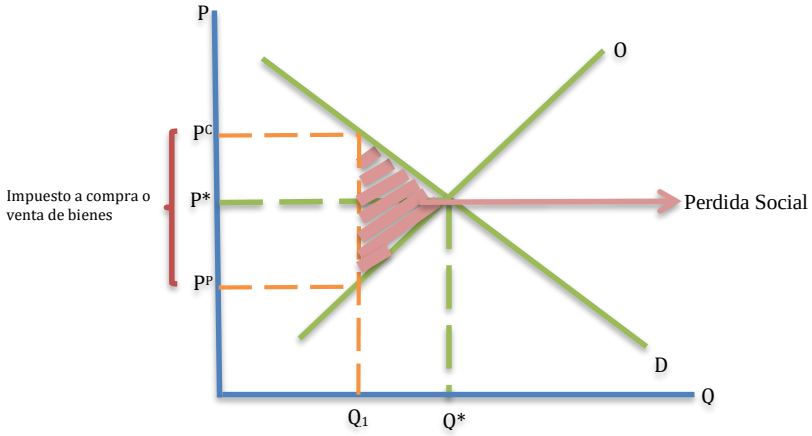
En la historia han surgido dos tipos de impuestos, los impuestos directos, aquellos que recaen sobre las personas o la sociedad y lo impuestos indirectos que a diferencia de los primeros, son los que se implementan sobre la mercancía. (Stiglitz, 1998:427) Sin importar el tipo de impuesto que se establezca en la sociedad o mercancía, estos tienen diversos efectos en el comportamiento (toma de decisiones) de la sociedad en su conjunto. Según J. Stiglitz (1998) puede afectar desde cuantos años una persona decide seguir estudiando hasta cuando se casa o divorcia.

Por lo tanto, si *T* es la carga fiscal que debe pagar un individuo de la sociedad e *I* es la renta total que percibe dicho individuo, entonces se podría decir que la división entre estas dos variables es el ***tipo impositivo efectivo.*** Cuando dicha relación es mayor en los individuos con mayor renta se denomina al impuesto como ***progresivo***. Para este caso cuando el impuesto va aumentando a una velocidad menor de la que aumenta *I* se puede decir según Groves (1972) que el impuesto es decreciente. En caso contrario, cuando la relación *T/I* es mayor en los pobres y menor en los ricos, el impuesto se denomina ***regresivo*** y si el cociente es igual para todos los niveles de *I* entonces el impuesto es denominado ***proporcional***. (Stiglitz, 1988:456)

Al imponer un impuesto (obligatorio), sin importar que tipo de impuesto sea, sobre el comprador o vendedor de un bien, el mercado se va a ver afectado por una distorsión en el precio ya que uno va a ser el precio que el consumidor paga por adquirir el bien y otro el que el productor / vendedor recibe por la venta del mismo. En algunos casos el impuesto es asumido por la demanda y oferta en las mismas cantidades, sin embargo la incidencia del impuesto se puede repartir de forma diferente.

Esto tiene como consecuencia según el autor la alteración del compartimiento de las personas así como también una perdida social como se puede apreciar en el gráfico (P. Krugman y R. Wells, 2006: 495).

Gráfico 1: Impuesto sobre la compra o venta de un bien



Fuente: Introducción a la Economía. Microeconomía. (P. Krugman y R. Wells, 2006)
Elaboración: Pierina Nuques

La pérdida social que se observa en el gráfico se puede desplegar varios costos que están ligados al establecer un impuesto en la sociedad. No solo existe la pérdida por la cantidad de dinero que los compradores o vendedores pagan al gobierno, además se debe considerar la pérdida irrecuperable de eficiencia ya que el impuesto desincentiva transacciones mutuamente beneficiosas (P. Krugman y R. Wells, 2006:102)
Como se mencionó anteriormente, el impuesto establecido por el Estado no siempre se reparte de forma equitativa entre la demanda y la oferta. La teoría económica nos dice que el sistema debería ser justo por lo que se basa en 2 principios para determinar a quien se debe cargar el impuesto:

1. Principio del beneficio
   Se basa en que los agentes que más se benefician por el gasto de Estado deberían ser los que más pagan. Esto quiere decir por ejemplo que los que más se benefician carretera por ejemplo son los que deberían aportar con una mayor carga impositiva. Este impuesto es poco práctico y su mayor desventaja es que va en contra del principio elemental de la justicia impositiva, el de la capacidad de pago.

2. Principio de la capacidad de pago
   Este principio se fundamenta en que las personas con una mayor capacidad de pago, es decir las que tienen mayores ingresos, son las que deben tener una mayor carga impositiva.

Dentro de la toma de decisiones de la sociedad, para efectos de esta disertación, nos enfocaremos en cómo los impuestos afectan a la decisión de las empresas de cuánto y en dónde (cuentas bancarias o bolsa de valores) invertir / ahorrar sus recursos.

Según Prescott (1992) una empresa solo vale lo que valga su futuro, lo que significa que éstas requieren de planes a largo plazo que muestren al menos las líneas generales de sus objetivos y como alcanzarlos. Por lo tanto, las empresas tienen una planificación financiera que es parte de la planeación estratégica. Este plan financiero, hace referencia a la obtención de recursos para poder llevar a cabo los proyectos en los que la empresa desea invertir, requiere de varios análisis de sensibilidad por cambios que pueden ocurrir interna y externamente en la entidad. Una de las variables más importantes para la construcción de dicho plan es el flujo de caja o de efectivo. (Serrano, 1990:120)

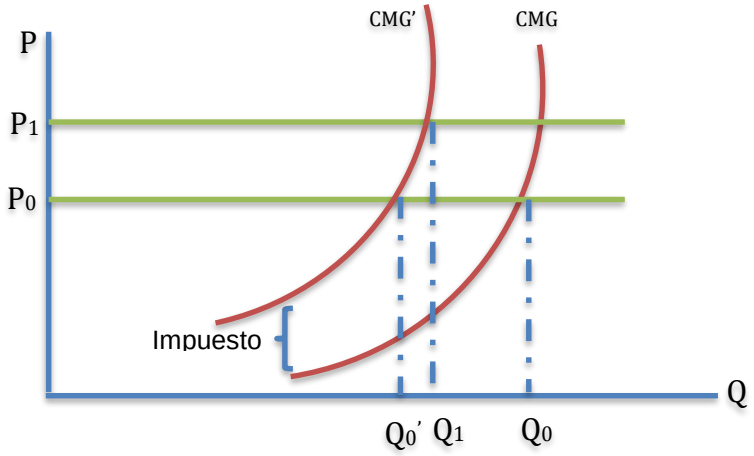
Adicionalmente la estructura financiera debe contar con una combinación de deuda entre largo y corto plazo. Cuando existen más compromisos financieros de corto plazo, la empresa enfrenta un mayor riesgo de enfrentarse a situaciones de iliquidez o insolvencia debido a fluctuaciones adversas en el ciclo del negocio, como por ejemplo una disminución en el volumen de ventas. (Serrano, 1990:33). Como menciona Stiglitz (1998) dicha estructura va a verse afectada por la estructura fiscal del gobierno.

Cuando una empresa es cargada con un impuesto ésta puede trasladar el impuesto de dos formas distintas según Stiglitz (1988). La primera es hacia atrás, lo que significa que los que pagan el impuesto son los trabajadores debido a que el salario disminuye. Y la segunda forma de trasladar el impuesto es, hacia delante, esto se da cuando la empresa sube el precio del producto y la carga impositiva recae sobre los consumidores.

Como se mencionó anteriormente, el impuesto establecido es asumido por la oferta o la demanda, cuanto asuma cada parte va a depender de la elasticidad de cada una de las curvas. Mientras más horizontal sea la curva de la oferta o más vertical la de la demanda el impuesto caerá sobre los consumidores ya que a la demanda ser más vertical (cada vez más inelástica) un cambio en el precio del bien tendrá un impacto menor en la cantidad. Por el contrario si la oferta es menos elástica que la demanda entonces el impuesto será asumido por la oferta. (Stiglitz, 1988:459-460)

Por consecuencia de la transferencia del impuesto a la demanda y oferta, la estructura de costos y financiera de la empresa se ve afectada como mencionamos anteriormente. Por esta razón la producción se verá afectada de igual forma. Esta afectación a la estructura de costos, de un impuesto al productor, sobre la producción según Stiglitz se puede observar en el siguiente gráfico:

Gráfico 2: Efecto del Impuesto en la empresa



Fuente: La Economía del Sector Público (Stiglitz, 1988)
Elaboración: Pierina Nuques

La empresa maximiza sus beneficios produciendo Q_0, ya que es en ese punto donde sus Ingresos marginales[1] son iguales a los costos marginales. Al momento de establecer un impuesto la empresa debe insertar el impuesto en el costo de producir una unidad más, por lo que la curva de Costos marginales (Cmg) se desplaza hacia la izquierda[2] produciendo un nuevo equilibrio Q_0' .Como consecuencia de la reducción en Q, el precio del mercado se eleva llegando al nuevo equilibrio Q_1 y P_1.

Como podemos observar, los impuestos tienen un efecto significativo en el desarrollo de una economía ya que afectan las decisiones de la sociedad como la decisión de ahorro e inversión. Este efecto puede ser visto a largo plazo o a corto plazo. Muchas variables no cambian al corto plazo, sin embargo al largo plazo si lo pueden hacer. Por ejemplo si un inversionista tiene invertido su dinero en un industria que está siendo afectada por el impuesto, esa inversión tal vez ya no la puede cambiar pero sus inversiones a futuro serán en una industria diferente que no esté afectada por los impuestos. (Stiglitz, 1988:477)

Existen varias evidencias del efecto que tienen las políticas fiscales (tributarias y arancelarias) en las empresas. Por ejemplo, en Colombia en 1986 se aprobó la Reforma Tributaria, la cual tuvo un impacto evidente en las empresas. La evidencia muestra que la eliminación de la doble tributación aumento la competitividad de las acciones como alternativa de inversión; de igual manera, la disminución de la tasa impositiva del 40% al 33% tuvo como consecuencia un aumento patrimonial en las empresas (Serrano y León, 1990: 202-204)

[1] En competencia perfecta el Ingreso Marginal es igual al Precio
[2] La Cmg luego de los impuestos es la siguiente: Cmg= CM + T

Así mismo, la primera vez que se estableció el impuesto sobre utilidades corporativas en Estados Unidos. Este tuvo como consecuencia que las utilidades netas se redujeran en dicho sector, lo que volvió a las empresas menos rentables y conllevo a que reduzcan su tamaño o que fueran liquidadas. Mientras esto ocurría, las empresas del sector no gravado tenían mayores utilidades por lo que se expandieron y entró mayor competencia a dicho mercado. El que exista mayor competencia reduce la tasa de utilidades y los precios de los bienes se reducen.

Al contrario, en el sector gravado por el impuesto, como consecuencia de la disminución de las utilidades y la baja competencia, subió el precio de sus productos. De esta manera el capital seguirá favoreciendo al sector no gravado hasta que las utilidades después de impuesto se igualen con el sector gravado (Case, 2012:400). Case (2012) concluyó que el impuesto a la renta puede no solo incidir en las utilidades de los dueños de capital, sino también en los salarios de los empleados y los precios de los productos.

Según evidencia encontrada por Castro (2007) en Perú, la liberalización del comercio exterior en el periodo 1990-1994 conllevó a una serie de beneficios netos positivos en economía nacional. Debido a que la reducción de aranceles (66% a 16% en promedio) y la eliminación de las restricciones a la importación tuvieron como resultado la disminución real de los precios de los bienes en un orden del 30%, los cuales anteriormente se encontraban afectados por elevadas tasas arancelarias, esto a su vez significó que la capacidad adquisitiva de los consumidores y de las empresas del país aumentara.

Finalmente los impuestos pueden causar impactos positivos o negativo en una economía dependiendo de la dirección que estos tengan. La existencia de constantes cambios dentro de la estructura fiscal causa inestabilidad en la toma de decisiones de las empresas ya que como se mencionó anteriormente estas deben realizar planificaciones a largo plazo.

Los efectos de las políticas fiscales en las empresas participantes del mercado de valores se ven reflejadas en las calificaciones de riesgo, las cuales según Abad (s.f.) son establecidas por las calificadoras de riesgo de manera inicial a las emisiones de deuda y continuamente se realizan reevaluaciones conforme cambie alguna de las condiciones relevantes de dicha calificación. Dichas calificaciones dependen de cuestiones financieras y de gestión, propias de la empresa, y de otras cuestiones relacionadas con la industria y el entorno macroeconómico. Es por eso que las calificaciones de riesgo pueden ser interpretadas como una probabilidad de caer en default afectando así al mercado financiero (Jorion y Zhang, 2006:6). Abad y Robles (2013) concluyeron que las bajadas en la calificación están asociadas con incrementos en el riesgo sistemático.

Según Abad (.f) los primero trabajos empíricos sobre la afectación de cambios en las calificaciones de riesgo de Wansley y Clauretie (1985), Holthausen y Leftwith (1986) y Cornell et al. (1989) en el mercado de valores estadunidense, muestran evidencias de un efecto negativo en los mercados financieros ante la caída de las calificaciones de riesgo de las

emisiones de deuda a diferencia de un alza en las calificaciones que no muestra efecto alguno.

En estudios posteriores Goh y Ederington (1999) analizan no solo el impacto que tiene la caída de calificaciones en el mercado de capitales si no que analizan la información adicional, es decir la dirección que contiene el cambio. Los autores muestran que se tiene un mayor impacto a la caída de las calificaciones de riesgo a categorías inferiores, mientras que no parece afectar tanto el número de niveles en que se reduce la calificación (Abad, s.f.:4). Al igual que en el mercado estadunidense, en los mercados del Reino Unido y de Australia, Barron et al (1997) y Matolcsy y Lianto (1995), encontraron respectivamente evidencia de efectos negativos sobre dichos mercados debido a las caídas de las calificaciones de riesgo.

A diferencia de los trabajos mencionados anteriormente, Abad (s.f.) muestra la existencia de efectos significativos en el mercado ante las bajadas como en las subidas de las calificaciones de riesgo. En el mercado español durante el periodo 1990-2003, tanto las reducciones y aumentos en las calificaciones de riesgo no solo tienen un efecto negativo en el mercado sino también sobre las rentabilidades de las empresas emisoras. La reacción del mercado ante la subida de las calificaciones de riesgo se puede deber a que los inversionistas esperaban una subida superior a la anunciada en algún sentido. Sin embargo los resultados presentados en este trabajo son preliminares, por lo que es necesario una investigación más profunda (Abad, s.f.:19)

Un caso donde se evidencia el impacto que tiene el riesgo de default dentro del mercado es la crisis financiera subprime del 2008. De acuerdo a González, Martínez y Montoya (2009) cuando el mercado de la vivienda colapsó, y los deudores no pudieron realizar los pagos pendientes (default) de las hipotecas, aquellos títulos ligados al mercado hipotecario perdieron su valor y como consecuencia las instituciones que tenían dichos títulos percibieron que su capital se redujo, y todas las instituciones, principalmente los bancos de inversión, involucradas empezaron a desplomarse.

Como se ha señalado existe una conexión entre las políticas fiscales y el mercado de valores a través de las calificaciones de riesgo y el default de las empresas que participan en dicho mercado. Según Serrano (1990) “La política monetaria, cambiaria y fiscal del gobierno puede afectar significativamente el desempeño de un sistema financiero…”. Por lo que a continuación se hace referencia al funcionamiento, estructura, clasificación, etc. del mismo.

Sistema Financiero

Una economía de mercado está dividida en dos mercados, el mercado de productos y el mercado de los factores. Dentro del mercado de los factores, los cuales son utilizados para

producir la mercancía que va a ser transada en el mercado de productos, se encuentra el sistema financiero (Fabozzi, Modigliani, Jones: 2).

Para que una economía esté saludable y en crecimiento, según F. Mishkin (2014) se necesita de un sistema financiero que canalice los fondos desde las personas que tienen un superávit de dinero (ahorros) a las personas que tienen oportunidades de inversión productiva. Sin embargo, esta canalización debe hacerse de una forma eficiente, ya que según Mishkin (2014) los recursos deben llegar a las personas que utilizan los fondos para inversiones productivas más no a las que los malgastarán.

Para poder analizar cómo llegar a la eficiencia del mercado financiero, hay que entender la complejidad de su estructura y los problemas que dicho mercado presenta. Dentro del mercado financiero participan diferentes instituciones como bancos, compañías de seguros, fondos de inversión, mercados de acciones y de bonos, calificadoras de riesgo, etc. (F. Mishkin, 2014:162). Todas estas instituciones, o en otras palabras, el sistema financiero en su totalidad, se encuentra regulado por el gobierno. Más aún, dicho sistema está entre los sectores de la economía más fuertemente regulado.

Según Fabozzi, Modigliani y Jones (2010), las cinco funciones que tiene el sistema financiero en la economía son: en primer lugar dirigir los fondos de los agentes que tiene un superávit para invertir a los que necesitan fondos para invertir en activos tangibles. Para ejercer esta función el sistema financiero tiene: los activos financieros.

Para comprender la segunda función del sistema financiero hay que saber que toda decisión de inversión existen diferentes tipos de riesgos. Este se define como:

> …la incertidumbre de que ocurra un acontecimiento o acción que pueda afectar adversamente a la capacidad de una organización para lograr sus objetivos financieros, operacionales y estratégicos, y maximizar su valor para los accionistas y sus grupos de interés… se mide en términos de: la probabilidad de ocurrencia y la consecuencia o impacto en el logro de los objetivos. (Rahnema, 2007:189)

Existen dos tipos de riesgos a los que el inversionista se enfrenta. El primero es el riesgo no sistémico que se puede diversificar, o en otras palabras que el inversionista puede disminuirlo. Sin embargo el riesgo sistémico, no depende del inversionista por lo que no se puede eliminar y se refiere a por ejemplo fluctuaciones que afectan a la economía en su conjunto o al mercado de valores en general (Marín, Montiel y Ketelhöhn, 2014:123).

De acuerdo a Alonso y Berggrun (2015) el riesgo sistémico y no sistémico se pueden clasificar en: riesgos de mercado, los cuales se refieren a perdidas por el movimiento en los precios de los mercados de capitales, los riesgos de crédito o liquidez que son cuando se incurre en

pérdidas debido a que una de las parte no cumple con las obligaciones de pago expuestas en el contrato y los riesgos por factores económicos y políticos que hacen referencia a las variables económicas (inflación, tasa de interés, desempleo, etc.), políticas fiscales y arancelarias, marco jurídico, etc.

Por ejemplo el fin de la burbuja inmobiliaria; las pérdidas de las hipotecas subprime, la quiebra de Lehman Brothers, las posteriores restricciones de liquidez, el aumento de la morosidad y la reciente crisis de la deuda soberana, constituyen ejemplos concretos y recientes de riesgos financieros. Estos son riesgos relevantes que han provocado o prolongado las graves crisis financieras y económicas que estamos viviendo en la actualidad (Alonso y Berggtun, 2015:10)

Una vez teniendo claro los riesgos de cada inversión, la segunda función del sistema financiero es el poder redistribuir dichos riesgos; esta función también está atada a los activos financieros ya que dichos activos tienen diferentes estructuras que hacen que los riesgos no sean asumidos por una sola persona.

Adicionalmente, la interacción entre comprador (agente con necesidad de liquidez) y vendedor (agente que cuenta con liquidez) determina los precios a los que los activos financieros van a ser intercambiados. En términos financieros, establecen el rendimiento en los activos financieros. En esta función se crea el proceso de descubrimiento de precios ya que al saber cuál es el rendimiento que el inversionista espera recibir, el mercado financiero sabe cómo se deben colocar los fondos.

Como cuarta función, debido a que el inversionista tiene un mecanismo a través del sistema financiero para vender su activo financiero, se puede decir que este mercado brinda liquidez a sus participantes y por último, el sistema financiero reduce los costos de transacción, los cuales están compuestos por los costos de búsqueda y los de información.

Para explicar un poco mejor la quinta función, F. Mishkin (2014) menciona que los participantes del mercado se encuentran con varios problemas que hacen que se deban tomar decisiones que influirán directamente en la eficiencia del sistema financiero. El primer problema son los costos de transacción que un ahorrador presenta cuando no sabe qué hacer con su dinero ya que debe encontrar a una persona que necesite la cantidad de dinero que tiene, al plazo que él pueda prestarlo y que esté de acuerdo con el costo de dicho préstamo (costo de búsqueda e información).

La solución a este problema es reunir el dinero de todos los ahorradores y canalizarlos hacia las personas que tienen un proyecto productivo, esto hace que se pueda sacar ventaja a las economías de escala ya que se reduce el costo de transacción por dólar invertido, la agrupación del dinero la realiza el sistema financiero a través de las instituciones financieras las cuales debido a la presencia de economías de escala se desarrollan y se vuelven parte fundamental de la estructura financiera (Mishkin, 2014:165-166)

Sin embargo, el problema de la información sigue siendo enfrentado por los participantes del sistema financiero ya que existe información asimétrica. Esto conlleva a un problema de selección adversa y riesgo moral. Estos problemas obstruyen directamente a la eficiencia del sistema financiero como veremos a continuación (F. Mishkin, 2014:178).

En todos los mercados de la economía donde se realice una transacción, "…las características de las partes que intervienen son esenciales para el resultado final de la negociación…" (Salloum y Vigier, 1997:5). Cuando existe asimetría de información y no se pueda discriminar entre los "tipos" buenos y malos del bien o del consumidor se llama selección adversa ya que según Salloum y Vigier (1995) los bienes y/o consumidores de "tipo" bueno son expulsados de los mercados convirtiéndolo en un mercado incompleto.

En el caso de los mercados financieros el fenómeno de la selección adversa se da por la presencia de un gran número de "malas" empresas queriendo obtener préstamos que le hacen más difícil a las empresas buenas conseguir el financiamiento ya que el inversionista o institución financiera tiene dificultades para diferenciarlos y elegir.

Existen varios mecanismos para reducir los problemas de la selección adversa, por ejemplo el gobierno desempeña un papel importante ya que a través de sus políticas puede disminuir la asimetría de información. Adicionalmente, las empresas de "tipo" bueno utilizan la señalización, por ejemplo la entrega de garantías, para que sus características sean reconocidas (Case, 2012:360).

Por otra parte, el inversionista o institución financiera utiliza diferentes artificios de selección. De acuerdo a Salloum y Vigier (1995) el más común es el aumento de la tasa de interés ya que hace que el comportamiento de los potenciales prestatarios varíe debido a que los retornos esperados pueden cambiar, lo que desalentará a pedir el préstamo a las empresas de "tipo" bueno ya que representa un mayor costo lo cual puede afectar el financiamiento y esto permitirá al inversor o institución financiera a poder diferenciar entre los dos "tipos" de empresas.

Otros de los problemas que se dan por la asimetría de información es el riesgo moral, esto surge cuando se realiza un transacción y una de las partes cambia su comportamiento futuro generando un costo que se transmite a la otra parte (Case, 2012:362). Es decir que el valor de una transacción se ve afectado para una de las partes cuando la otra parte toma decisiones o actúa de una forma que la primera no puede controlar, a estas acciones se las denomina "acciones ocultas" (Salloum y Vigier, 1995:5).

En el mercado financiero, el riesgo moral se da cuando el inversionista o institución financiera no puede controlar las decisiones y/o acciones que realizan los tomadores de créditos con los fondos obtenidos. Para poder reducir el riesgo moral el inversionista monitorea a los prestatarios ya que de esa forma puede tener un "control" sobre los fondos. Sin embargo el

monitoreo no reduce el riesgo moral en su totalidad ya que cuando existen mucho prestatarios se vuelve casi imposible de realizar en términos de costos de información (Salloum y Vigier, 1997:12).

El sistema financiero como se puede observar está conformado por varios participantes. Este podemos dividirlo en dos grandes grupos, en donde existe la intermediación financiera o el de la desintermediación financiera. Para esta disertación nos enfocaremos en la desintermediación financiera.

Mercado de Valores

El Mercado de Valores, es aquel en el que se compran o venden títulos valores (activos financieros) como bonos (deuda) y acciones. En dicho mercado existe una desintermediación financiera debido a que existe una conexión directa entre el agente superavitario y el agente deficitario, lo que significa que el agente superavitario no debe colocar su dinero en una institución financiera, como un banco, si no que directamente transfiere los fondos al agente deficitario (J. Madura, 2001:2). De acuerdo al autor, los principales participantes de este mercado son las familias, empresas, instituciones financieras (bancos, compañías de seguros, fondos, etc.) y los gobiernos. Estos mercados ayudan al financiamiento e inversión de los participantes antes mencionados.

Según J. Adam (2009), el mercado de valores tiene una importancia socioeconómica ya que tiene como función principal la canalización eficiente de dinero entre los ahorradores y las empresas o entidades públicas que demandan los recursos para poder invertir en proyectos los cuales pueden verse como actividades productivas que generan empleo y contribuciones fiscales generando así desarrollo económico. En las palabras de Antonio J. Zoido:

> El mercado de valores se ha convertido, a lo largo de las últimas décadas, en un pilar esencial del desarrollo económico de España, por su capacidad de canalizar importantes volúmenes de financiación, a través de mecanismos que han ido mejorando en términos de transparencia, liquidez y eficacia.

De acuerdo a Fabozzi, Modigliani y Jones (2010), la importancia del mercado de valores y en general del mercado financiero en el desarrollo de la economía ha producido la globalización de este mercado. Los países buscan que el mercado financiero no sea limitado y que los inversionistas cuenten con una variedad de activos financieros emitidos por el mercado financiero interno.

Hasta un tiempo atrás según J. Madura (2001) diversas barreras como la falta de información sobre las empresas extranjeras y la carga fiscal aplicada al ingreso generado por las inversiones, restringía a la movilización de los fondos a nivel mundial. Sin embargo, la

globalización de los mercados financieros ha comprometido a los gobiernos a liberalizar varios aspectos de sus mercados financieros para que así sus empresas puedan competir de una manera eficiente en todo el mundo. (Fabozzi, Modigliani, Jones: 7-8).

El que los mercados financieros estén regulados no es algo negativo, ya que esto lo vuelve un mercado organizado que tiene una correlación positiva según estudios cuantitativos con el crecimiento del PIB. De acuerdo a dichos estudios, el tamaño y la liquidez que brinda el mercado de valores están correlacionadas de una manera positiva con el crecimiento del PIB (López, 2011: 12). López (2001) en su artículo afirma que, a pesar de que los bancos y el mercado de valores son complementarios, en los países menos desarrollados la banca ocupa la primera fuente de financiamiento de las empresas. Esto puede traer consecuencia como la ineficiente distribución de los recursos ya que en los criterios bancarios priman los proyectos con menor riesgo por lo tanto con menos rendimiento.

Debido a la importancia de tener mayores fuentes de financiamiento en una economía se debe velar por el desarrollo del sistema financiero, por lo tanto del mercado de valores también. Existen varias condiciones para que dicho mercado se desarrolle, la primera es una fuerte participación del sector privado ya que de ese modo el ahorro nacional se está diversificando. Otro factor es que los precios, tarifas como comisiones deben ser establecidos por el mercado sin que se vean afectadas por distorsiones. Como tercera condición está la estabilidad en las reglas de juego y la transparencia de la información ya que esto les brinda confianza a los participantes. Por último, el crecimiento económico de una nación va de la mano con el desarrollo y crecimiento del mercado de valores (Pazmiño, 2000: 12-13)

Para el desarrollo de dicho mercado como se mencionó anteriormente una de las condiciones es la participación del sector privado. Para Carrea (2011) no solo es necesario la participación de dicho sector si no que es indispensable la alianza entre el Estado y el sector privado. El autor afirma que esta alianza es posible siempre y cuando exista "… plena vigencia de las reglas del mercado, la creciente productividad y competencia, las libertades e incentivos para hacer empresa, el estricto sometimiento al Estado de Derecho y la estabilidad macroeconómica de largo plazo" (Carrera, 2011: 24)

Realizar inversiones en el mercado de valores tiene varias ventajas, dentro de ellas se encuentra primero la asignación de forma eficiente de los recursos en la financiación de empresas del sector productivo, ya que se puede financiar grandes cantidades de dinero con las condiciones que se necesite. También Reduce los costos de selección y asignación de recursos a actividades productivas debido a que como la información es transparente, completa y pública se puede conocer de todas las opciones que existen.

La tercera ventaja es que posibilita la diversificación del riesgo para los participantes, ya que al ser la información pública se conoce todas las opciones que existen en el mercado y se puede elegir la más conveniente. Por último ofrece una amplia variedad de productos con diferentes características (plazo, riesgo, rendimiento) de acuerdo a las necesidades de

inversión o financiación de los agentes participantes del mercado (Transacciones Sociedad de Bolsa S.A., 2013:1).

La clasificación de dicho mercado se puede realizar de diferentes maneras. Jeff Madura (2001) y Fabozzi, Modigliani y Jones (2010) clasifican al mercado de valores de la siguiente manera:

Tabla 1: Clasificación de los mercados

CLASIFICACIÓN	MERCADOS
Por la naturaleza de la Obligación	Mercado de Deuda Mercado de Acción
Por vencimiento de la Obligación	Mercado de Dinero Mercado de Capitales
Por madurez de la Obligación	Mercado Primario Mercado Secundario
Por entrega inmediata o futura	Mercado Spot / Efectivo Mercado de Derivados
Por estructura organizacional	Mercado de Subasta Mercado de Mostrador Mercado Intermedio

Fuente: Mercados e Instituciones Financieros (Madura Jeff, 2001)
Elaboración: Pierina Nuques

Para esta disertación nos enfocaremos en las tres primeras clasificaciones debido a que la cuarta y quinta clasificación no están desarrolladas en el Ecuador. La primera clasificación, por la naturaleza de la obligación, está el mercado de deuda en el cual las empresas o entidades públicas obtienen el financiamiento ofertando sus obligaciones o bonos respectivamente. El inversionista asegura en este mercado un rendimiento al comprar un bono u obligación y dichos títulos valores tiene una fecha de vencimiento.

El mercado de acciones, a diferencia del otro, no tiene fecha de vencimiento y el inversionista no asegura un rendimiento ya que la ganancia va a ser influenciada por las utilidades y políticas de repartición de dividendos que tenga la empresa emisora de acciones. El mercado de dinero o de capitales, tiene como diferencia principal el plazo que tienen los activos financieros negociados en dichos mercados: corto plazo (menos de 360 días) y largo plazo (más de 360 días) respectivamente.

Por la madurez del activo financiero, tenemos el mercado primario o en otras palabras el mercado de financiamiento ya que es el mercado en que por primera vez se negocian los títulos valores emitidos por los participantes y el mercado secundario o mercado de liquidez en donde se vuelven a vender los activos financieros que fueron colocados en el mercado primario.

Como se mencionó anteriormente el mercado de valores o el mercado financiero debe ser eficiente para así canalizar los fondos de mejor manera. Según J. Madura (2001) la eficiencia

se ve reflejada en los precios de los activos financieros. Esto se debe a que al ser los precios establecidos en el mercado, estos reflejan las características favorables y desfavorables de acuerdo a como las perciba el mercado.

A pesar de que el mercado sea eficiente y los precios reflejen la realidad de las empresas que están detrás de los activos financieros, los inversionistas consideran todos estos activos ya que sus decisiones de inversión van a estar basadas en las expectativas de rendimiento que tengan de acuerdo a los riesgos que están dispuestos a asumir. Cuando los mercados son ineficientes, los inversionistas pueden utilizar información privilegiada la cual es desconocida por el mercado para obtener una rentabilidad extraordinaria.

Cuando hablamos de un mercado eficiente se refiere en general a que los precios del mercado reflejan los verdaderos costos de producción y los beneficios que se reciben a través de la producción. (Formosa, 2008:8). La autora menciona que el alcanzar mercados eficientes hoy en día tiene un rol fundamental en el desempeño económico, por lo que se ha convertido en un objetivo de las políticas económicas y en las investigaciones académicas.

Según Woodford (2002) cuando un mercado en general es eficiente, este distribuye o coloca los recursos de una forma óptima, en las palabras de Levy (2007) el mecanismo eficiente de los precios asegura que el producto o servicio, en el caso del mercado de valores los recursos monetarios, sean dirigidos a aquellos que más los valoran. La eficiencia de los mercados tiene una relación con el crecimiento de una economía, ya que, a los recursos terminar en las manos de quienes más los valoran serán utilizados o invertidos de la mejor forma posible (Burgess and Mawson, 2003).

Existen varios modelos que comprueban la eficiencia de un mercado[3]. De acuerdo a Dimson y Mussavian, (2000) estos modelos se basan en la hipótesis de que en un mercado de valores eficiente no se le puede ganar al mercado, es decir le es imposible al inversionista obtener ganancias fuera de lo ordinario. En estos mercados el inversionista obtendrá sus ganancias siempre en relación al riesgo que esté asumiendo. Esta hipótesis se base en el supuesto de que la nueva información que llega al mercado es absorbida rápidamente ajustando los precios. Los mercados están divididos en 3 niveles diferentes de eficiencia. Fama (1991) los clasifica en débil, semi-fuerte y fuerte.

La primera clasificación, Hipótesis Débil de Eficiencia del Mercado**,** supone que toda la información (implícita) histórica de los títulos valores está reflejada en los precios. De acuerdo a lo antes mencionado, es imposible obtener ganancias extraordinarias basándose en dicha información histórica, lo que significa que los precios fluctúan aleatoriamente y no se pueden predecir, eliminando de esta forma la posibilidad de arbitraje. Por ejemplo en el caso de que el valor de un título valor tenga una tendencia hasta hoy decreciente, no significa que en los siguientes días el precio del título tome un rumbo diferente.

[3] Para la presente disertación nos basaremos exclusivamente en el mercado de valores.

La Hipótesis Semi-fuerte de Eficiencia del Mercado a diferencia de la débil asume que es la información públicamente disponible la que reflejan los precios. Esto quiere decir que los precios se ajustarán a nueva información siempre y cuando esta sea diferente a la que se esperaba, teniendo como consecuencia que los inversionistas no puedan tener ganancias fuera de lo común utilizando información histórica, reportes contables, etc.

Por último la Hipótesis Fuerte de Eficiencia de Mercado tiene como supuesto que los precios reflejan toda la información relevante disponible, o en otras palabras, conocida por cualquier participante del mercado, sea esta pública o privada. En conclusión la hipótesis fuerte engloba las otras dos hipótesis ya que los precios reflejan la información implícita y explicita de los títulos valores.

Debido a que en el mercado de valores circulan recursos de terceros y de tanto instituciones públicas como privadas, debe ser regulado y controlado por las autoridades. Esta es una característica del mercado financiero y del de valores, mundial. Fabozzi, Modigliani y Jones (2010) mencionan que existen varias regulaciones y decisiones impositivas establecidas por el gobierno, las cuales influyen en las políticas de inversión de las empresas, instituciones financieras, familias, etc.

En el libro Mercados e Instituciones Financieras (2001) mencionan que muchas de las regulaciones que se han impuesto de forma general en los mercados de valores a nivel mundial fueron respuesta a la Gran Depresión. Por ejemplo, la *Securities Act 1933* que tenía como objetivo que se divulgue en el mercado información veraz sobre los activos financieros o la *Securites Exchange Act de 1934* aumentaron la cantidad de requerimientos que se debía dar en las emisiones del mercado secundario, entre otras.

Una de las más recientes regulaciones que han entrado en vigor en el mercado de valores de los Estados Unidos es una que reduce la volatilidad del mismo. Un problema que se presenta ante la regulación es que se debe garantizar la seguridad del mercado, pero hasta el punto que no afecte la competencia y la eficiencia del mismo (J. Madura, 2001: 7)

Finalmente, al conocer la estructura y funcionamiento del sistema financiero y de los mercados de valores, debemos identificar como está conformado el Mercado de Valores ecuatoriano y como funciona.

Mercado de Valores Ecuatoriano

El mercado de valores ecuatoriano está amparado por el Código Orgánico Monetario y Financiero (2014), el cual tiene como objetivo: "…promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea

competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna".

Dicho código se creó bajo los lineamientos de la Constitución y bajo el mismo se encuentran diferentes documentos que le dan estructura a la organización del mercado de valores. Dichos documentos están expedidos por ejemplo por el Consejo Nacional de Valores, por las Bolsas de Valores del país, etc. A continuación se presenta la pirámide jerárquica de las normativas a las que el mercado de valores en sus segmentos bursátil y extrabursátil, se debe regir:

Gráfico 3: Pirámide de Kelsem

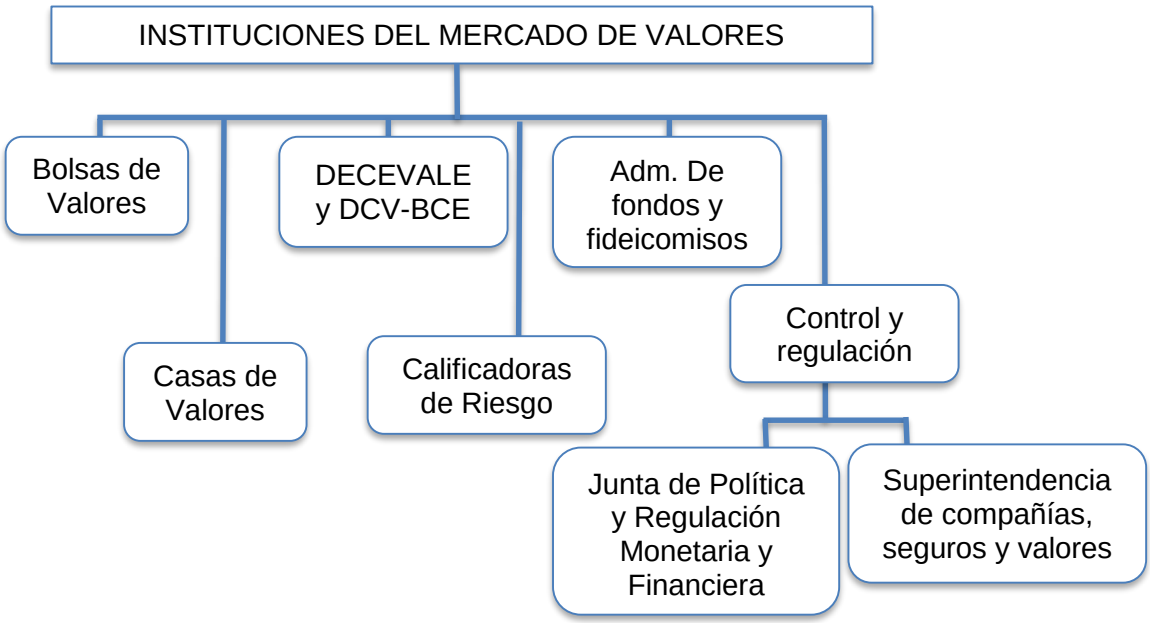


Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros tiene las funciones de: "…vigilancia, auditoría, intervención y control del mercado de valores con el propósito de que las actividades de este mercado se sujeten al ordenamiento jurídico y atiendan al interés general..." (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014:209)

El mercado de valores ecuatoriano está conformado por diferentes actores institucionales: Bolsa de Valores, Casas de Valores, Depósitos Centralizados de Valores, Calificadora de Riesgos, Administradora de Fondos y Fideicomisos. También participan los emisores de títulos valores, inversionistas y las instituciones reguladoras, como se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico 4: Instituciones del Mercado de Valores



Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

Cada uno de los actores anteriormente mencionados tiene un rol importante en el mercado de valores y hacen posible su funcionamiento. En el Ecuador se fundaron en 1969 dos Bolsa de Valores, la de Quito y Guayaquil. Para ese entonces dichas Bolsas se crearon como Compañías Anónimas bajo la iniciativa de la Corporación Financiera Nacional. Luego de 24 años, en 1993, se expide la primera Ley de Mercado de Valores, la cual ordena a las bolsas de valores en convertirse en Corporaciones Civiles sin fines de Lucro, característica que se mantiene hasta la fecha (Guía del Inversionista Bursátil: 2000, 21).

En la última modificación de la Ley de Mercado de Valores en 2014[4], establece que las Bolsas de Valores, tanto la de Guayaquil como la de Quito, son autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros. Los únicos accionistas / miembros son las Casas de Valores y tiene como objeto brindar servicio y mecanismos para poder negociar títulos valores así como brindar el espacio físico donde los inversionistas y emisores, representados por sus casas de valores, se encuentran.

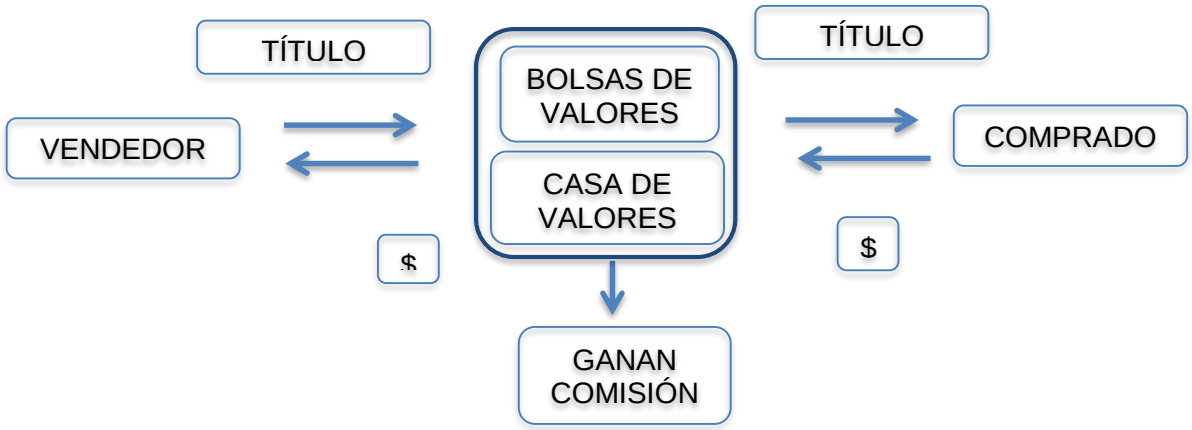
Dichas Bolsas de Valores tienen como principales obligaciones incentivar al mercado para que sea informado, integrado competitivo y transparente. Por lo que deben establecer instalaciones, mecanismos y sistemas que ayuden al mercado a realizar todas las transacciones de manera eficiente. Para lograr lo antes mencionado las Bolsas de Valores deben tener mecanismos de información al público donde se actualiza toda la información sobre emisores, emisiones, valores, casas y transacciones y debe ser difundida por cualquier

[4] La cual es parte del Código Orgánico Monetario y Financiero (2014)

medio electrónico u otros sistemas a los que tengan acceso los participantes del mercado. (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014: 228)

Otro de los participantes del mercado de valores ecuatoriano, como se indicó anteriormente, son las Casas de Valores, quienes son las únicas compañías anónimas autorizadas como intermediadores del mercado de valores y operan a través de operadores de valores. Las negociaciones realizadas por las Casas de Valores se ejecutan por mandato de sus Comitentes (clientes), por lo que estas son responsables de verificar que la identidad de sus comitentes, la existencia e integridad de los valores que negocien y que el último endoso de un título valor, sea auténtico (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014). En el siguiente gráfico podemos observar el funcionamiento de las casas de valores como intermediadores:

Gráfico 5: Intermediación Financiera por parte de las Casas de Valores



Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

Como participante del mercado de valores ecuatoriano, también se encuentran los Depósitos centralizados de valores. Las instituciones que están autorizadas son el Banco Central del Ecuador (DCV-BCE) o las compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías (DECEVALE).

Como principales funciones, el DCV-BCE y el DECEVALE, deben custodiar y conservar los títulos valores, así como dar el servicio de liquidación y registro de transferencia de dichos valores. Tiene la facultad de operar como cámara de compensación, recibir depósitos de valores, efectuar registro de transferencias, llevar el libro de acciones de todos los títulos valores registrados en el mercado de valores y que estén negociados bajo la bolsa de valores en el mercado bursátil y extrabursátil (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014).

Dentro del Mercado de Valores ecuatoriano existe el Registro Especial Bursátil (REB), en el cual se negocian únicamente títulos valores de empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas y pertenecientes a la economía popular y solidaria, tratando así de cumplir con el objetivo de desarrollar el mercado y aumentar el número de emisores y títulos valores (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014:232).

Para poder comparar entre inversiones, se necesita un indicador que refleje el riesgo de cada una de éstas. La calificación de riesgo de los emisores y de sus títulos valores es un indicador con el que se puede hacer una comparación para saber qué inversión implica un mayor riesgo. Según el Código Orgánico monetario y Financiero (2014) la calificación de riesgo es "…una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública"

Uno de los participantes del mercado de valores ecuatoriano se encarga de esto. Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, cuyo objetivo principal es evaluar a los emisores y títulos valores de los mismos para otorgarles una calificación de riesgo. En el siguiente cuadro se puede observar las calificaciones que pueden ser otorgadas, mientras más baja es la calificación mayor es el riesgo a asumir:

Tabla 2: Descripción de Calificaciones de Riesgo

CALIFICACIÓN	DESCRIPCIÓN[5]
Categoría AAA	Valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.
Categoría AA	Valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.
Categoría A	Valores cuyos emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía.
Categoría B	Valores cuyos emisores y garantes tienen capacidad para el pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, y presentan la posibilidad de deteriorarse ante cambios en el emisor y su garante en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.
Categoría C	Valores cuyos emisores y garantes tienen un mínimo de capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrir en pérdidas de intereses y capital.
Categoría D	Valores cuyos emisores y garantes no tienen capacidad para el pago de capital e intereses en los términos y plazos

[5] Codificación de resoluciones del Consejo Nacional de Valores (2015). Capitulo III: Calificadoras de Riesgo. Art. 21. Ecuador

	pactados, y presentan posibilidad de incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital.
Categoría E	Valores cuyo emisor y garante no tienen capacidad para el pago de capital e intereses, o se encuentran en estado de suspensión de pagos o no cuentan con activos suficientes para el pago, en caso de quiebra o liquidación.

Fuente: Codificación de resoluciones del Consejo Nacional de Valores (2015)
Elaboración: Pierina Nuques

No todos los títulos valores son sujetos a la calificación de riesgo, las facturas comerciables negociables, acciones, valores patrimoniales y aquellos títulos avalados, emitidos o garantizados por el Banco Central del Ecuador y el Ministerio de Economía y Finanzas no tienen la obligación de obtener una calificación para negociar sus títulos valores dentro del Mercado de Valores ecuatoriano (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014: 293)

El mercado de valores y en general el mercado financiero ecuatoriano en comparación con otros mercados financieros está subdesarrollado. Según el Foro Económico Mundial (2015), el Ecuador se encuentra en el puesto 92 de 140 países en el desarrollo del mercado financiero, con un puntaje de 3,5 para el año 2015, en comparación con otros países latinoamericanos como Chile que obtuvo para el mismo año un puntaje de 4,6.

La literatura citada y la evidencia empírica, nos da un panorama del funcionamiento y estructura de las políticas fiscales[6], del sistema financiero y mercado de valores. A demás se pudo estructurar un canal de transmisión del efecto de dichas políticas en el mercado de valores a través de las calificaciones de riesgo de las empresas participantes en el mercado financiero y el riesgo de que las mismas caigan en default. Esto debido a que la literatura y evidencia empírica muestra que las políticas fiscales y su constante cambio afectan la estructura financiera programada a largo plazo por las empresas afectando sus calificaciones de riesgo que como se pudo observar en varios mercados de valores tuvieron un efecto negativo.

Por esta razón, a continuación se identificaran, clasificaran por sectores y se analizaran las reformas arancelarias y tributarias que se han aprobado en el Ecuador en el periodo 2010-2015.

[6] Para la presente disertación nos enfocamos en las reformas arancelarias y tributarias.

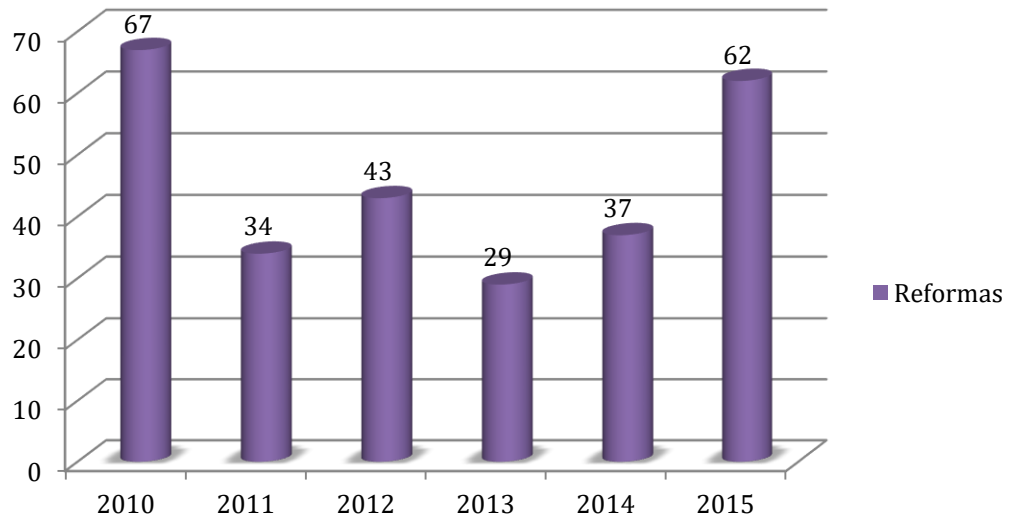
Reformas tributarias y arancelarias

Como se vio teóricamente y empíricamente en el capítulo anterior, las políticas fiscales (arancelarias y tributarias), tienen un efecto sobre los sectores de la economía y sus empresas. En el presente capitulo, se identificarán y clasificarán por sector las reformas tributarias y arancelarias aprobadas en el Ecuador durante el periodo 2010-2015, posteriormente se identificarán los sectores de la economía que participan en el mercado de valores y cuanto aportan al Producto Interno Bruto (PIB) del país, analizando luego las reformas antes mencionadas.

En el Ecuador la baja del precio del petróleo, la apreciación del dólar y el alto gasto público, ha llevado al gobierno nacional a tomar la decisión de implementar medidas tributarias para recaudar fondos y así obtener liquidez. También se han visto en la necesidad de instalar salvaguardias para regular el nivel de importaciones y de esa manera la balanza comercial. Según la calificadora de riesgo Class International Ratings (2016) estas decisiones podrían afectar de manera directa a varias industrias que se desenvuelven en el mercado bursátil.

En el Ecuador, de acuerdo a los registros oficiales, en el periodo 2010 – 2015 se han hecho 272 reformas (195 reformas arancelarias y 77 tributarias). El 2010 y 2015 son los años con más reformas, 67 y 62 respectivamente. Mientras que en el 2013 fue en el año que menos reformas se hicieron (29), como se puede apreciar en el siguiente gráfico:

Gráfico 6: Cantidad de reformas arancelarias y tributarias por año



Fuente: LEXIS (Registros Oficiales)
Elaboración: Pierina Nuques

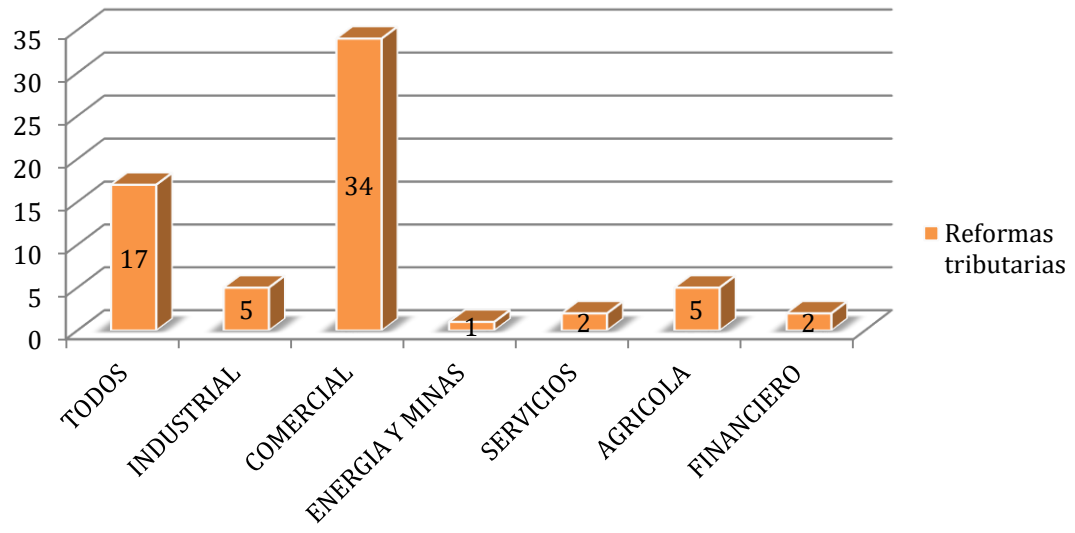
A partir de los datos expuestos podemos exponer un panorama, el cual nos da una mejor visión de la cantidad de reformas arancelarias y tributarias que se han aprobado en el país durante el periodo antes mencionado. Tomando las 272 reformas aprobadas durante 6 años, significa que al año aproximadamente se hacen 45 reformas, que al mes[7] se aprueban 22 reformas y a la semana[8] 5 reformas son aceptadas en el país.

Reformas Tributarias

Durante el periodo 2010 – 2015, se han aprobado 77 reformas tributarias en el país. Estas están dirigidas a todos los agentes de la economía (personas naturales y empresas), algunos de ellos participantes del mercado de valores como veremos más adelante. De las 77 reformas tributarias aprobadas, 11 están dirigidas a las personas naturales (ver anexo B) y hacen referencia al porcentaje y base imponible para la liquidación del impuesto a la renta y del impuesto a la salida de divisas.

De igual forma las reformas aprobadas están dirigidas a diferentes sectores de la economía como se puede apreciar en el siguiente gráfico:

Gráfico 7: Cantidad de reformas tributarias por sector económico (2010-2015)[9]



Fuente: LEXIS (Registros Oficiales)
Elaboración: Pierina Nuques

El 51,51% de las reformas tributarias están dirigidas al sector comercial, dentro de las cuales se encuentran los cambios del precio mínimo al cigarrillo, el cálculo de la base imponible para

[7] Se utilizó meses de 30 días.
[8] Se hizo el cálculo con el supuesto de que el año tiene 52 semanas.
[9] Sectores participantes del Mercado de Valores ecuatoriano

el impuesto de consumos especiales, la exoneración del anticipo al impuesto a la renta[10] para los distribuidores de tabacos y comerciantes de la provincia del Carchi, entre otros (ver Anexo C).

Por otro lado, el 25,78% están dirigidas a todos los sectores ya que se refieren al establecimiento de los coeficientes de estimación presuntiva por ramas de actividad para la correspondiente tarifa del impuesto a la renta, los cuales se modifican anualmente (ver Anexo C) y a la exoneración del impuesto a salida de divisas para toda transacción menor o igual a $1000. El 15,15% de las reformas están dirigidas a los sectores industrial y agrícola y en su mayoría aprueban la exoneración del impuesto al anticipo del impuesto a la renta para diferentes periodos fiscales.

Las reformas del impuesto a la salida de divisas, al ser una barrera que dificulta la movilización de fondos monetarios al exterior, hace que las empresas tengan un menor rango de posibilidades de diversificación en cuanto a su financiamiento e inversiones. Esto, como se mencionó en el capítulo anterior, conlleva a que las empresas no puedan competir de una manera más eficiente.

En el 2012, se creó la Ley Orgánica de redistribución de los ingresos para el gasto social, en donde se modifican varias leyes impositivas para poder obtener el financiamiento del Bono Solidario. Específicamente, se aprueban reformas que afectan al mercado financiero como por ejemplo se elimina a la banca privada del beneficio de reducción de 10 puntos porcentuales al impuesto a la renta por reinversión y se restringe a las otras instituciones financieras de la siguiente manera:

> …las organizaciones del sector financiero popular y solidario sujetas al control de la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria y las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda podrán beneficiarse de la reducción de 10 puntos porcentuales de la tarifa al Impuesto a la Renta siempre y cuando la reinversión que se realice la destinen al otorgamiento de créditos para el sector productivo de pequeños y medianos productores. (Ley Orgánica de redistribución de los ingresos para el gasto social, 2012:2)

En el 2015, a partir del mes de abril, se tomaron diferentes decisiones con respecto al anticipo del impuesto a la renta. En dicho año, la mayoría de las reformas aprobadas corresponden a la exoneración de dicho anticipo a diferentes sectores de la economía, que como veremos más adelante son aquellos sectores que tienen una mayor participación en el PIB del Ecuador.

[10] El cálculo para el anticipo del impuesto a la renta fue reformado en el 2007. Este está conformado por el 0,2% del patrimonio total, 0,2% del total de costos y gastos deducibles, 0,4% de activo total y el 0,4% de los ingresos gravados de la empresa. En diciembre del 2009, el anticipo al impuesto a la renta fue, bajo el criterio de que a partir del ejercicio económico del 2010 no está sujeto a devolución, considerándose así un pago mínimo de impuesto a la renta (Servicio de Rentas Internas (SRI)).

Por otro lado, el impuesto a la renta, al valor agregado (IVA), a la salida de divisas (ISD) y a los activos en el exterior son impuestos que afectan directamente a los títulos valores negociados en el mercado de valores ecuatorianos. En el caso del impuesto a la renta, cuando una sociedad acredita cualquier tipo de rendimiento financiero (dividendos, intereses, etc.) debe realizar la retención a la fuente, en la siguiente tabla se muestra el porcentaje de retención por título:

Tabla 3: Retención a la fuente por título valor

Título	% de Retención	Observación
Certificado de tesorería	2%	
Certificado de Inversión	2%	
Certificado de depósito (CDP)	2%	
Papel Comercial	2%	Cuando el agente pagador es el Depósito Centralizado de Valores del Banco Central, siempre aplica la retención; cuando el agente pagador es el DECEVALE, depende mucho del emisor si aplica o no la retención.
Reporto	2%	
Póliza de Acumulación	2%	
Acciones (dividendos en efectivo)	1% - 13%	Existen varias excepciones, como, por ejemplo: 1) Personas Naturales no residentes en el país. 2) sociedades nacionales o extranjeras, no domiciliadas en el país, en paraísos fiscales o jurisdicciones de menor imposición. 3) Sociedad residente o establecida en el Ecuador.

Fuente: Servicio de Rentas Internas (SRI)
Elaboración: Pierina Nuques

Existen exoneraciones a dicho impuesto y por consecuencia a la retención a la fuente como por ejemplo los títulos valores que tengan un plazo mayor a 360 días, los rendimientos financieros obtenidos por inversiones en títulos valores emitidos por el sector público y dividendos entregados a favor de sociedades nacionales o extranjeras, no domiciliadas en paraísos fiscales o jurisdicciones de menor imposición, o de personas naturales no residentes en el Ecuador.

De igual forma, todo pago al exterior de dividendos después de haber pagado respectivamente el Impuesto a la Renta, "…la amortización de capital e intereses generados sobre créditos otorgados por instituciones financieras internacionales, o entidades no financieras especializadas calificadas por los entes de control correspondientes en Ecuador,

que otorguen financiamiento con un plazo de 360 días calendario o más…" (Ley Reformatoria para la equidad Tributaria,s.f:5) están exento del Impuesto a la Salida de Divisas.

En el caso del Impuesto a los activos en el exterior, todas las sociedades privadas reguladas por las Superintendencias de Bancos, Seguros, Compañía y valores están obligadas al pago de 0.25% mensual (si los activos se encuentran en paraísos fiscales la tarifa es de 0,35%) sobre la base imponible aplicable para los fondos disponibles en entidades extranjeras y de inversiones emitidas por emisores domiciliados fuera del territorio nacional.

Reformas Arancelarias

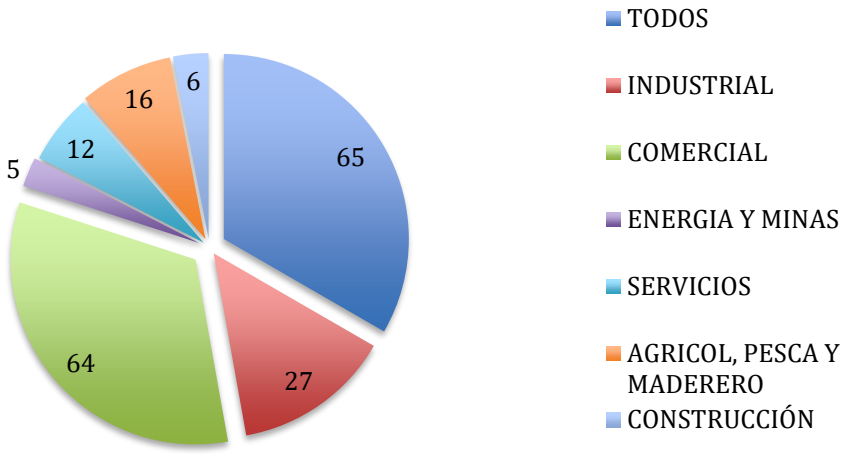
Como antecedente, hay que señalar que el 19 de enero del 2009 con resolución número 466, el Consejo de Comercio Exterior e Inversiones (COMEXI) resolvió establecer una salvaguardia por balanza de pagos sin excepción alguna por un año. Esta salvaguarda aplicó sobre los aranceles ya establecidos en los aranceles nacionales del país con resolución número 59.

Aproximadamente el 92% de las reformas arancelarias tomadas en el periodo antes mencionado modifican dicha salvaguardia, como por ejemplo su durabilidad, el porcentaje arancelario, las cuotas de importación y cambios en las condiciones de importación como por ejemplo el aumento de productos que necesitan revisión previa al ingreso al país (ver Anexo D).

El otro 8% de las reformas arancelarias exoneran del pago arancelario, por un periodo determinado, a diferentes entidades privadas como Hotel Decameron y amplían el cupo de importación a entidades públicas como la Corporación Nacional de Telecomunicaciones (CNT). También se observan nuevas salvaguardias como la del 4 de noviembre del 2014 por 200 días a la madera, que posteriormente el 9 de junio del 2015 es prolongada por 3 años más, el 11 de marzo de 2015 se establece una sobretasa arancelaria a nivel general para regular nuevamente las importaciones (Ver Anexo D).

Son 195 las reformas arancelarias que han sido tomadas en el Ecuador durante el periodo 2010 – 2015 (ver Anexo D). Estas, al igual que las reformas tributarias, están dirigidas a los sectores de la economía pertenecientes al mercado de valores. En el siguiente gráfico se puede observar la cantidad de reformas arancelarias por sector económico:

Gráfico 8: Número de reformas arancelarias por sector económico (2010-2015)



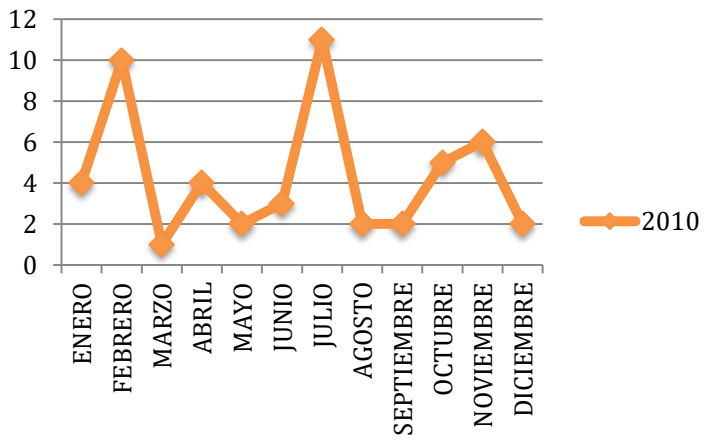
Fuente: LEXIS (Registros Oficiales)
Elaboración: Pierina Nuques

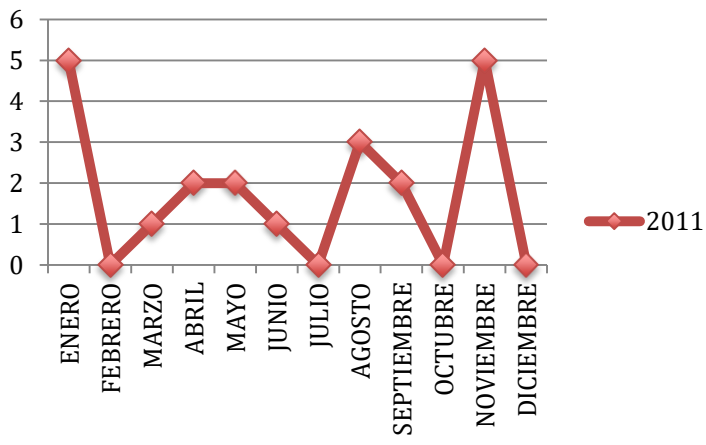
De acuerdo a la información presentada en el gráfico, 65 de las reformas arancelarias afectan a todos los sectores de la economía y 64 de ellas están dirigidas al sector comercial seguido del sector industrial con 27 reformas arancelarias. Al igual que las reformas tributarias, el sector al que menos reformas están dirigidas directamente es el de energía y minas.

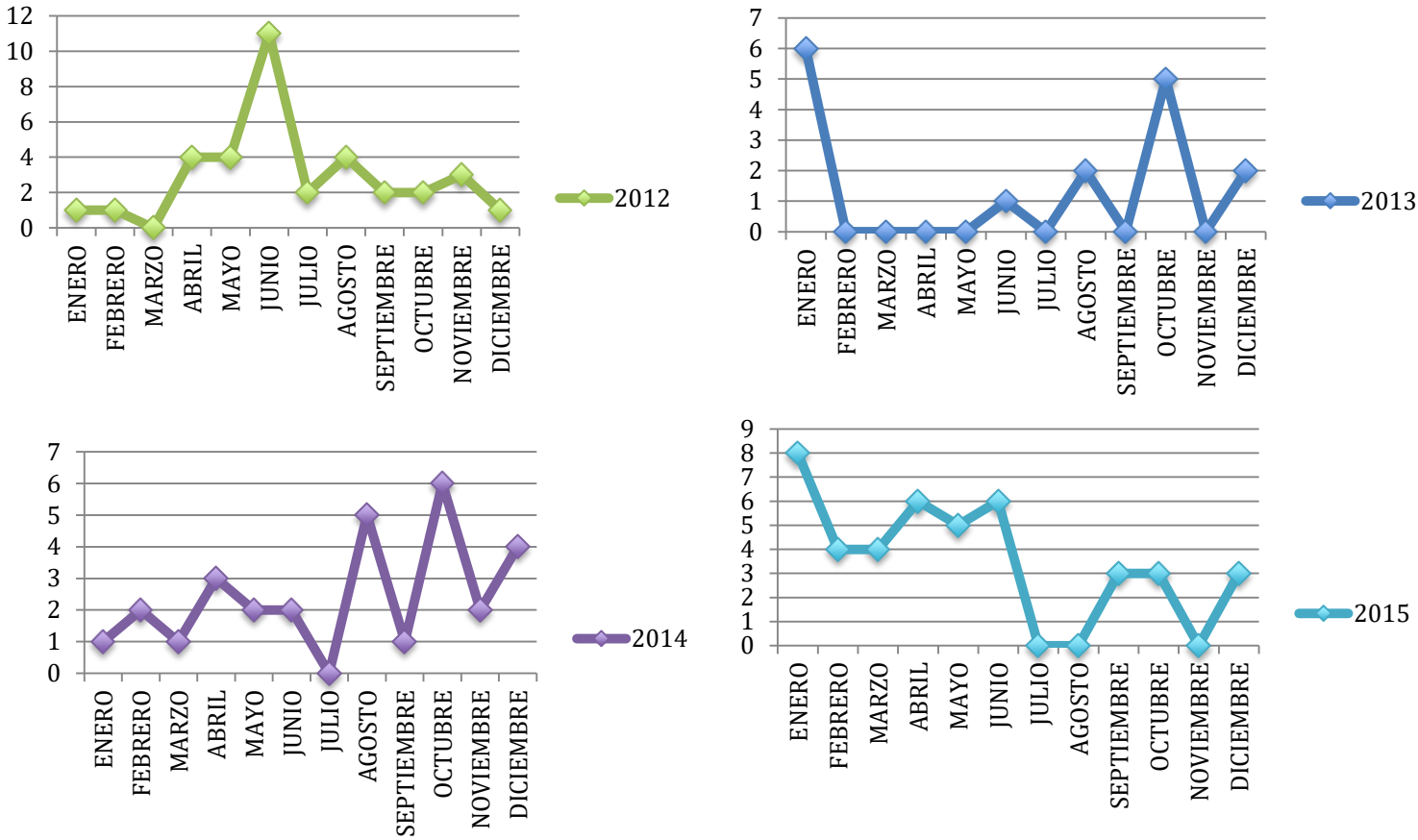
El aumento de productos obligados a pagar sobretasas arancelarias (por ejemplo: carros híbridos, parabrisas, biberones, químicos), la implementación de cupos de importación en productos que ya poseen una sobretasa arancelaria como el caso de los vehículos y teléfonos móviles, la prolongación de duración de las salvaguardias, cuya eliminación depende del comportamiento de la Balanza de Pagos, son ejemplos de las reformas arancelarias que se han aprobado en el país durante el periodo antes mencionado (ver Anexo D).

Es importante visualizar, en los siguientes gráficos, que las reformas arancelarias y las implementaciones de las nuevas salvaguardias mencionadas anteriormente, no tienen un patrón o tendencia, lo que dificulta aún más la toma de decisiones y planificación financiera de las empresas.

Gráfico 9: Número de reformas arancelarias tomadas por mes en el periodo 2010 – 2015







Fuente: LEXIS (Registros Oficiales)
Elaboración: Pierina Nuques

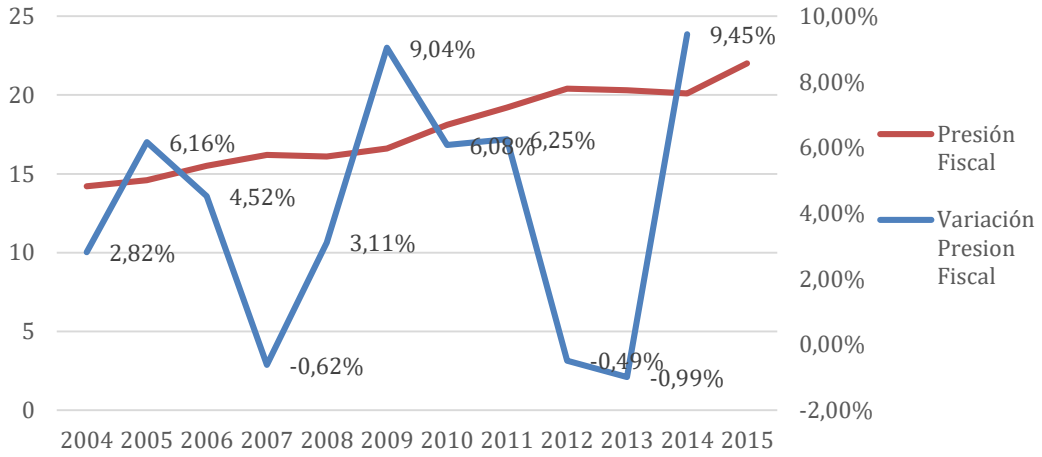
Finalmente, en el 2013 Ecuador dejó la Ley de Preferencias Arancelarias Andinas y Erradicación de la Droga (ATPDEA) y como consecuencia dejó de ser beneficiario del mecanismo arancelario que por 20 años, a los exportadores les había otorgado ventajas.

Presión Fiscal

La presión fiscal[11] en el país ha ido aumentando constantemente desde el 2004. En el año 2009 aumentó en 9,04% con respecto al año anterior y en el 2015 llegó a representar el 22% del PIB del mismo año lo que significó un aumento de la presión fiscal de 9,45% con respecto al año anterior. El comportamiento de la variable antes mencionada se puede apreciar en el siguiente gráfico:

[11] La presión fiscal se entiende como el peso de los tributos sobre la economía nacional en su conjunto. Es un indicador que muestra la relación entre las recaudaciones tributarias totales (los impuestos nacionales recaudados por el Servicio de Rentas Internas y la Secretaria Nacional de Aduanas del Ecuador, los impuestos y tasas de los Gobiernos Provinciales y municipales y las contribuciones a la seguridad social) y la riqueza nacional medida por medio del PIB (Alvarez, Corona, & Díaz, 2010).

Gráfico 10: Presión Fiscal en el Ecuador



Fuente: Centro de Estudios Fiscales (CEF)
Elaboración: Pierina Nuques

En comparación con los otros países de América Latina, el Ecuador se encontraba en el año 2010 en décimo lugar (18,1%) y en primer lugar se encontraba Uruguay con 31,5% de presión fiscal. Sin embargo para el 2015 el Ecuador subió 4 puestos, aumentando su presión fiscal a 22%, lo que significa un incremento de 21,43% con respecto al 2010, Uruguay sigue posicionado primero en América Latina para el 2015 con un aumento de su presión fiscal de 6,88% en con respecto al 2010 (ver Anexo E)

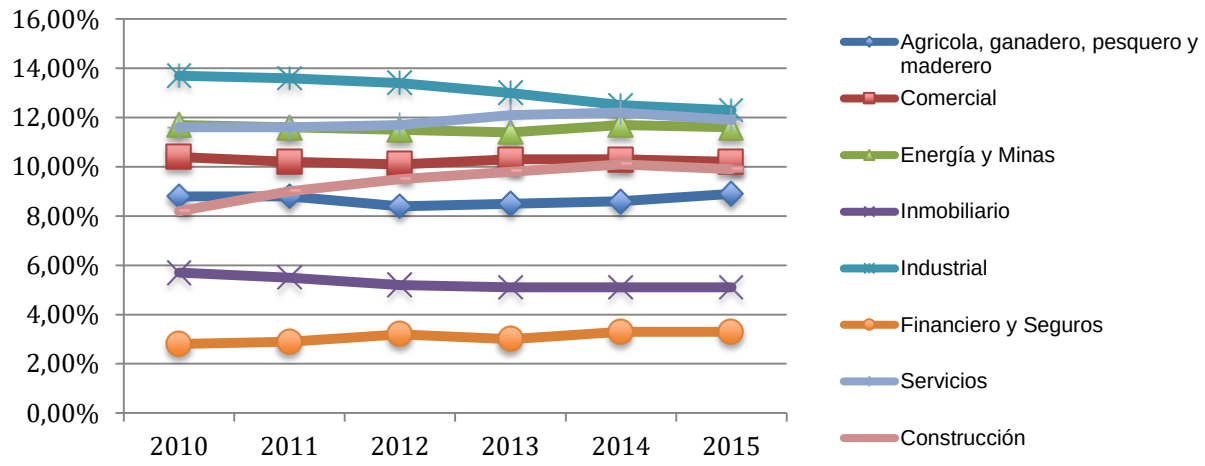
Como hemos visto las reformas tributarias y arancelarias están dirigidas a los sectores de la economía, los cuales participan en el mercado de valores a través de las empresas, generando una presión fiscal en ellos. Por lo que es importante identificar la aportación de dichos sectores al PIB del Ecuador y cuanta es la presencia de estos sectores en el mercado de valores para así más adelante identificar el canal de transmisión de las reformas hacia dicho mercado y cuál ha sido su comportamiento.

Sectores económicos participantes del Mercado de Valores

El Producto Interno Bruto (PIB) del Ecuador está conformado por 19 sectores. De estos, la agricultura, silvicultura y pesca, la explotación de minas y canteras, la industria manufacturera, la construcción y el comercio al por mayor y menor son los sectores que más aportan al crecimiento del Ecuador (ver Anexo 1). Dentro de los 19 sectores, 10 utilizan el Mercado de Valores, lo que representa el 53% de los sectores económicos del país, como fuente de financiamiento para su desarrollo y crecimiento.

En el siguiente gráfico se puede observar los sectores que participan en el mercado de valores y su porcentaje de participación en el PIB en el periodo 2010 – 2015.

Gráfico 11: Participación de los sectores en el PIB



Fuente: Banco Central del Ecuador y Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

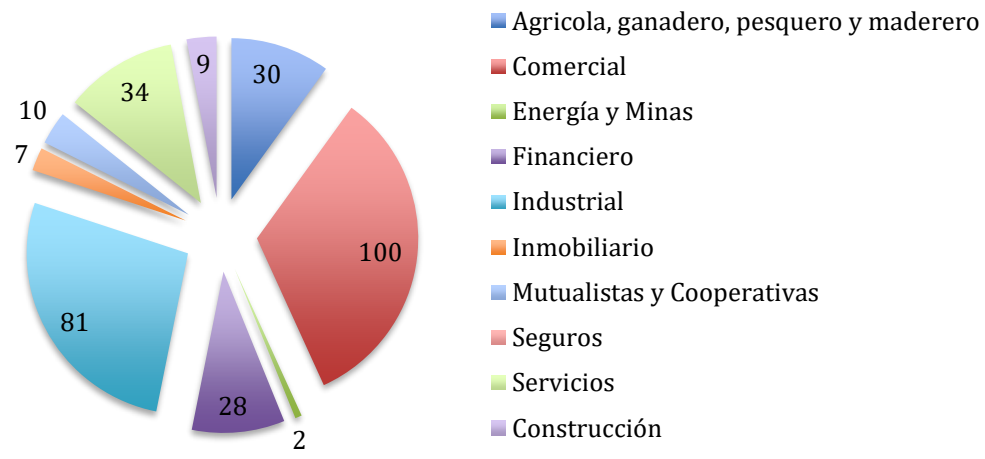
Según el informe "Cuentas Nacionales 2007-2015" del BCE[12], el sector industrial es el que mayor aportación ha tenido desde el 2010 hasta el 2015, sin embargo ha tenido una caída de 1,40%, llegando en el 2015 a aportar con 12,30% al PIB. Seguido a este, están los sectores de servicios, comercial, energías, construcción y agrícola, aportando todos más del 8% del PIB para el año 2015.

El Mercado de Valores ecuatoriano año a año ha ido creciendo en la cantidad de empresas que lo utilizan para el financiamiento del giro del negocio de cada una de ellas, llegando al año 2015, según datos de la Bolsa de Valores de Quito, a participar 301 empresas a nivel nacional (ver Anexo 2), donde 127 pertenecen al segmento de PYMES[13], 36 son empresas grandes y 38 corresponden al sector financiero.

De acuerdo a los datos de las Bolsas de Valores del Ecuador, 100 de los emisores pertenecen al sector comercial, lo que representa el 33,22% de los participantes. Luego se encuentra el sector industrial, servicios y agrícola, ganadero, pesquero y maderero con 26,91%, 11,30% y 9,97%, respectivamente, de los participantes. El sector que menor cantidad de empresas tiene, por lo que tiene menor participación en el mercado de valores es el de Energía y Minas, con 2 empresas, como se puede observar en el siguiente gráfico:

[12] Banco Central del Ecuador
[13] Según el servicio de rentas internas se considera PYMES: "al conjunto de pequeñas y medianas empresas que de acuerdo a su volumen de ventas, capital social, cantidad de trabajadores y su nivel de producción o activos presentan características propias de este tipo de entidades económicas"

Gráfico 12: Cantidad de emisores por sector económico



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil
Elaboración: Pierina Nuques

Con los datos expuestos, podemos visualizar que el 85% de las empresas que participan en el mercado de valores pertenecen a los sectores que más aportan al crecimiento del PIB. Por lo que, si lo sectores se ven afectados de alguna manera, el riesgo sistémico de las empresas aumenta lo que conlleva a la caída de las calificaciones de riesgo dentro del mercado de valores y este se puede ver afectado de manera negativa como se ha observado empíricamente en otros países.

La participación de más empresas y de otros sectores en el mercado de valores, depende de su desenvolvimiento en la economía y su crecimiento ya que éstas deben cumplir con índices para poder integrarse a dicho mercado. Sin embargo, como se mencionó en el capítulo anterior, el crecimiento y desenvolvimiento de la empresas se va a ver afectado por variables endógenas y exógenas.

La aprobación de reformas tributarias y arancelarias son parte de las variables exógenas (riesgo sistémico) que afectan las decisiones y planificaciones de una compañía. Éstas pueden tener diferentes efectos en los sectores de la economía, estos pueden ser positivos como cuando se concede la exoneración de los impuestos o aranceles, pueden ser negativos como cuando se aumentan los impuestos o las tasas arancelarias o simplemente la inestabilidad jurídica[14] pueden afectar la toma de decisiones y planificación a largo plazo de una empresa.

[14] Una de las medidas tomadas en el país para ofrecer estabilidad jurídica al sector privado (nacional e internacional) es la Ley de Incentivos Alianza Público-Privado (APP), la cual entró en vigencia el 18 de diciembre del 2015 mediante resolución 652. La presente Ley: "…constituye una nueva herramienta para mitigar el riesgo político regulatorio…" (Montalvo, 2016: 187)

En el siguiente capítulo se planteará el canal de transmisión de las reformas tributarias y arancelarias aprobadas en el Ecuador durante el periodo 2010-2015 hacia el mercado de valores para así poder analizar el comportamiento de este último.

Canal de Transmisión

En este capítulo se estudia las consecuencias que han tenido las reformas tributarias y arancelarias en los sectores económicos participantes en el mercado de valores, vistos en el capítulo anterior. También se analizará como las empresas de dicho sectores se han visto afectadas para así finalmente establecer el mecanismo de transmisión de los efectos de dichas reformas en el mercado de valores ecuatoriano.

Como se mencionó teóricamente, la toma de decisiones del gobierno, como las políticas fiscales, para efectos de esta disertación: arancelarias y tributarias, afectan las decisiones de los agentes económicos y en el caso de las empresas ya establecidas, afectan a los costos de las mismas. El pago de impuestos y la facilidad de negociar internacionalmente[15], son dos de los factores que los empresarios toman en cuenta para realizar nuevas inversiones o crear nuevos negocios. Según el Banco Mundial, el Ecuador se encuentra en el lugar 130 y 114 de 189 países respectivamente para el año 2015.

Para tener una visión general de la actividad de las empresas no petroleras dentro del Ecuador, existe el Índice de Actividad Económica[16], calculado por varias entidades del país. Dicho índice ha tenido un comportamiento a lo largo del periodo 2010-2015, decreciente, lo que significa que cada vez las empresas disminuyen su participación, actividad dentro de la economía ecuatoriana, lo cual se puede deber a varios factores.

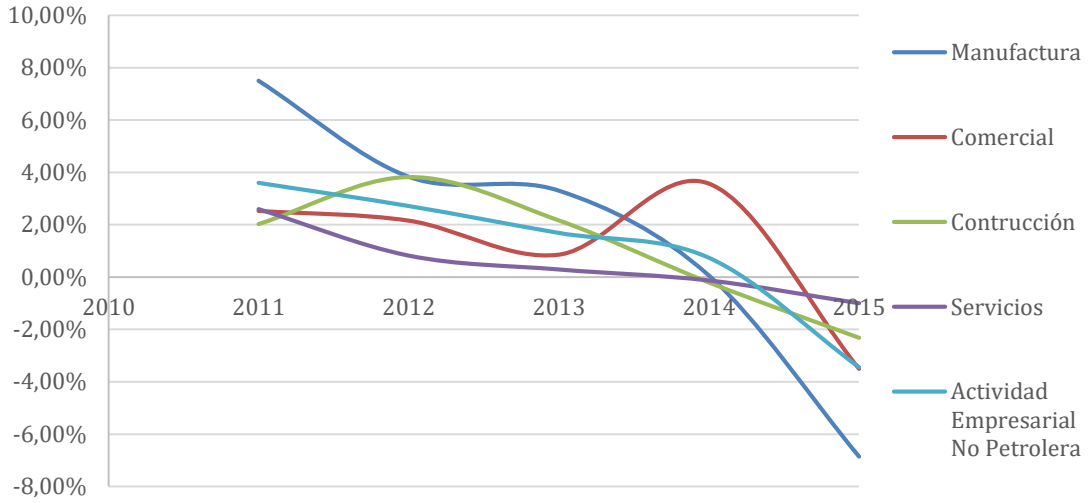
Como se puede observar en el siguiente gráfico desde el 2010 al 2014 la actividad de las empresas (de los cuatro sectores: Manufactura, Comercial, Construcción y Servicios) crecía cada vez menos. Sin embargo, a partir del 2014 la actividad de las empresas tuvo un decrecimiento, lo que quiere decir que las ventas, compras, exportaciones e importaciones de las mismas tuvieron una contracción a nivel general. El sector Manufacturero muestra una declinación más pronunciada que el resto de los sectores, la actividad de este cayó en 6,85% en el 2015 en comparación con el año anterior, mientras que la actividad de los otros sectores decreció entre el 2% y 4%.

[15] Este indicador toma en cuenta el tiempo y costo (no se toma en cuenta las tarifas) de realizar transacciones internacionales.

[16] El Índice de Actividad Empresarial no Petrolera (IAE-NP):

> …permite conocer de forma agregada el comportamiento empresarial de Ecuador. Este indicador se construye en base a la metodología del indicador compuesto de la National Bureau of Economic Research y la Bureau of Economics Analysis. El índice tiene periodicidad mensual y trimestral y es calculado en base a las declaraciones mensuales de aproximadamente 14 mil contribuyentes en relación a sus ventas, compras, exportaciones e importaciones contenidas en el formulario 104 de declaración de IVA (Centro de Estudios Fiscales, s.f.)

Gráfico 13: Variación del Índice de Actividad Económica no Petrolera (2010-2015)



Fuente: Centro de Estudios Fiscales
Elaboración: Pierina Nuques

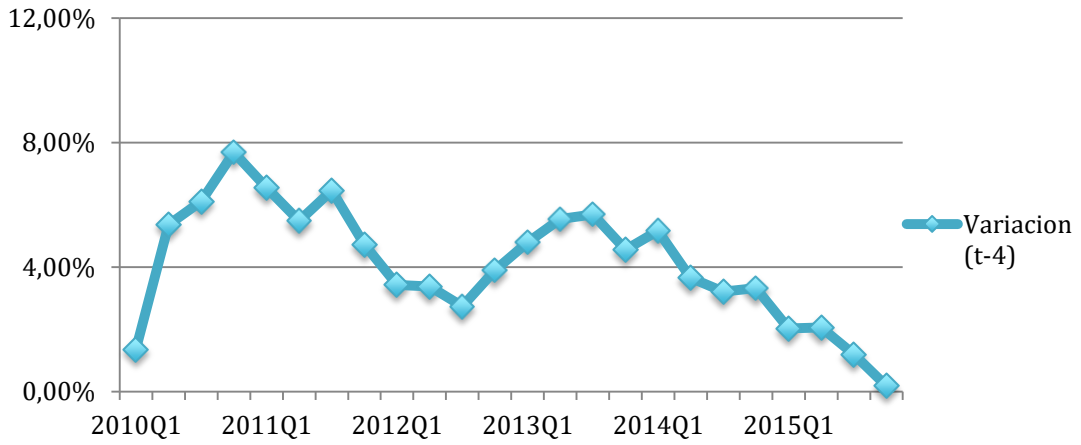
De acuerdo a información de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para el año 2015 se registraron 9 251 empresas con pérdidas, lo que significa un aumento de 201 empresas en comparación con el año anterior. Dentro de estas se encuentran empresas grandes, medianas y pequeñas que se han visto afectadas por caída en las ventas lo que está afectando a la liquidez de las mismas.

Es por lo antes expuesto que a continuación veremos y analizaremos que ha ocurrido en cada sector de la economía y sus empresas, las cuales participan en el mercado de valores, conectando así las reformas arancelarias y tributarias aprobadas en el país en el periodo antes mencionado con el mercado de valores.

Sector Industrial

El sector industrial ha tenido durante el periodo 2010-2015 una tendencia a crecer cada vez menos. Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, el sector ha tenido en algunos trimestres un crecimiento como en el primer trimestre del 2011 el cual creció en un 8% con respecto al año anterior. A pesar de eso, en los siguientes trimestres empezó a crecer cada vez menos como se mencionó anteriormente. Para el último trimestre del año 2015 el sector no creció con respecto al mismo trimestre del año anterior:

Gráfico 14: Tasa de crecimiento anual del sector Industrial



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)
Elaboración: Pierina Nuques

Como se indicó en el capítulo anterior, a este sector se han dirigido 27 reformas arancelarias y 5 tributarias. Dentro de ellas se encuentra el cambio al cálculo de la base imponible para el pago del impuesto de consumos especiales y el impuesto a la salida de divisas. En el 2015 algunos de sus subsectores fueron beneficiados con la exoneración del 100% al pago del anticipo del impuesto a la renta de periodo fiscal 2015 lo que, de acuerdo al cálculo del anticipo, le brinda mayor liquidez a las empresas para la operatividad del negocio.

Con respecto a las reformas antes mencionadas, Sebastián Borja titular de la Federación Nacional de Cámaras de Industrias, sostuvo que la competitividad de las empresas pertenecientes al sector se ve afectada por el impuesto a la salida de divisas ya que encarece las materias primas y maquinaria. De igual forma comenta Borja que al haber pasado el anticipo del Impuesto a la Renta en el 2010 a ser un impuesto mínimo que deben pagar las empresas, el objetivo del tributo, que es gravar la renta, se ve alterado. Más bien dicho, el pago del anticipo desemboca en problemas de liquidez.

En cuanto al Impuesto de Consumos Especiales (ICE) la industria tabacalera y de gaseosas, las cuales en conjunto generan aproximadamente 7000 puestos de trabajo[17], se ven afectadas debido a que el valor final de sus productos aumentan ya que los impuestos en su mayoría son transferido al consumidor, situación que afirmó María Gloria Alarcón, presidenta del Comité Empresarial Ecuatoriano, quien también mencionó que en caso de que la industria no traslade el costo por el impuesto a sus clientes, se produciría una contracción de los negocios.

Por otro lado, el subsector textil mostró su preocupación ante las medidas arancelarias aprobadas en el Ecuador, ya que afirman que: "…la industria textil y confección ecuatoriana no puede basar su modelo de crecimiento en una protección arancelaria desmedida, sea esta

[17] Comité empresarial ecuatoriano (s.f.) Boletines. Recuperado de: http://cee.org.ec/category/boletines/. [Consultado: 6 de febrero 2017]

temporal o permanente…" (La Asociación de Industriales Textiles del Ecuador (AITE) al país, 2015:1), así mismo les inquieta las represalias que pueden tomar sus principales socios comerciales en el exterior debido a la inclusión de algunas materias primas, insumos y maquinarias dentro de la salvaguardia. Con respecto a las medidas tributarias, la preocupación se basa en que estas medidas pueden disminuir el poder adquisitivo de los agentes económicos conllevando esto a la disminución del consumo. Todo esto es motivo de incertidumbre para el sector.

En el mercado de valores el 26,91% de los emisores pertenecen al sector industrial, dentro de las cuales podemos encontrar a Aditec Cía. Ltda. Algunos de los riesgos a los que se enfrenta la empresa son las implementaciones de salvaguardias y nuevos aranceles que afectan la importación de las materias primas que utiliza la empresa, así mismo la demora en la desaduanización genera atrasos en la entrega de los productos a los clientes (Class International Ratings, 2016). Lo antes mencionado son alguna de las razones[18] por las cuales la empresa ha presentado ingresos con una tendencia decreciente desde el 2013 ($7,08 millones) al cierre del 2015 con un monto de $6,39 millones. Sus indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y patrimonio (ROE) en el 2012 eran de 6,33% y 14,94% respectivamente sin embargo para el 2015 cayeron a 0,92% y 2,33% respectivamente. A consecuencia de lo antes mencionado se le otorgo a la empresa una calificación de riesgo menor a la inicial.

Otra empresa que participa en el mercado de valores y ha sido afectada por las reformas arancelarias y tributarias, es Ferremundo cuya calificación de riesgo cayó de "AA" a "A+"[19]. Según la calificadora de riesgo Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana (SCRLA), la empresa cerró en los años 2013 y 2014 con ingresos superiores a $80 millones, sin embargo los resultados esperados para el 2015 fueron afectados por las salvaguardias, cerrando dicho año con ingresos de $70 millones aproximadamente. Las barreras de importación (aranceles y reducción de cupos de importación) implican que el nivel de riesgo sistémico de las empresas dentro del subsector ferretero, incremente.

Tuval S.A, ha asumido en sus ingresos los efectos de los cambios ocurrido en el entorno, ya que la variable cerró el 2013 en $14.7 millones, pero se redujo a $12.6 millones en el 2014. A partir de esto la empresa tomó acciones al sustituir aquellos productos que han sido gravados con la sobretasa arancelarias y aquellos que no ha podido sustituir los ha manejado con moderados incrementos en los precios de venta, lo que le permitió en el 2015 incrementar sus ingresos ($13,9 millones) con respecto al 2014. Sin embargo, la empresa se encuentra con una calificación de A (menor a la calificación inicial AA-) y está bajo observación (credit watch).

Empresas pertenecientes al subsector maderero también se han visto afectadas por las reformas antes mencionadas; una de sus empresas, Muebles del Bosque, es emisor del mercado de valores. Según la calificadora de riesgo SCRLA, en el año 2009:

[18] La razón principal es la contracción del sector de la construcción (Class Internacional Ratings, 2016:2)

[19] A pesar de la incidencia de las restricciones de importación en los ingresos esperados de la empresa, una mayor eficiencia en la gestión operacional ha permitido que la empresa mantenga la capacidad de generación de efectivo lo que ayudó a que su calificación de riesgo no caiga en mayor proporción (SCRLA, 2015)

> …se observó una significativa reducción del monto de ingresos (US$ 13.12 millones originada por salvaguardias y cuotas de importación aplicadas por el gobierno como parte de su plan de protección y promoción de la producción, las cuales tuvieron efecto en el Emisor hasta el año 2010 quien restringió sus importaciones ante el recargo arancelario. Tal situación ha vuelto acontecer en 2014, donde el gobierno impuso cuotas de importación, y en el 2015 en el mes de marzo entró en vigencia una sobretasa arancelaria.

El comportamiento de los ingresos de la empresa han seguido con la tendencia decreciente llegando al 31 de diciembre del 2015 a $32.9 millones lo que representa 7.4% menos al generado en el 2014 (US$35.5 millones). Dicha tendencia y el aumento del riesgo sistémico del sector tuvieron como consecuencia que la calificación actual de la empresa caiga a categoría B con credit watch.

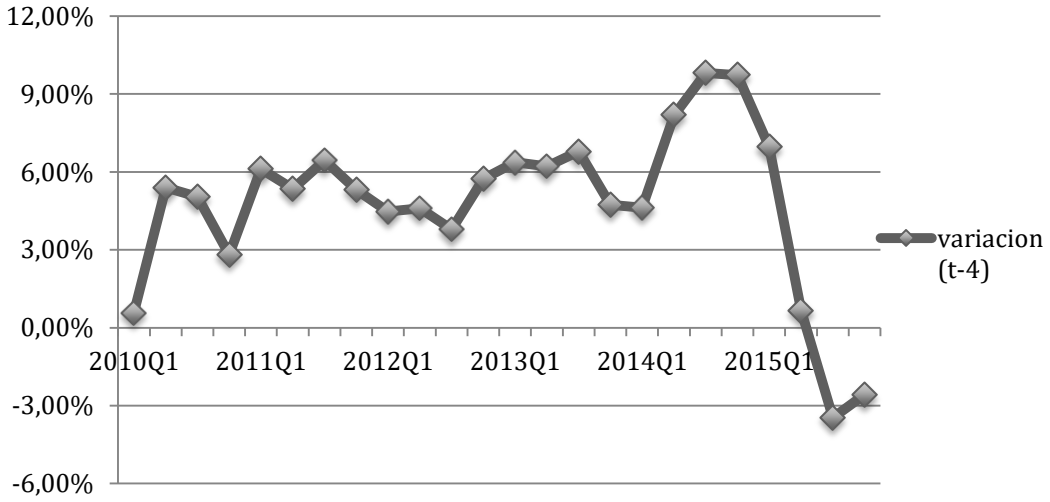
Al igual que las empresas antes mencionadas existen más emisores dentro del sector industrial como Industrias Ales C.A. cuya calificación cayó a “AA-“ por el riesgo a que existan nuevas restricciones de importación y cargos impositivos (Class International Ratings, 2016) o Fermagri, proveedor de fertilizantes, que debido a la limitada producción de la industria nacional importa sus insumos y estos se han visto afectados por las reformas arancelarias y tributarias y consecuentemente su calificación de riesgo ha caído (SCRLA, 2015)

Sector Comercial

El sector comercial tiene la mayor participación dentro del mercado de valores, perteneciendo 100 emisores, lo que representa el 33,22% del total de emisores, al presente sector. Existen 98 reformas (34 tributarias y 64 arancelarias), dirigidas al sector comercial, por lo que a continuación analizaremos su comportamiento y el de sus empresas participantes del mercado de valores, para observar si dichas reformas han tenido algún efecto.

En el periodo 2010 – 2014 el sector comercial tenía una tendencia creciente, en donde existían trimestres en los cuales crecía menos pero su variación con respecto al periodo anterior seguía siendo positivo. Sin embargo a partir del último trimestre del 2014 el crecimiento del sector se fue de picada, llegando en los primeros trimestres del 2015 a decrecer en 3,46%, con respecto al periodo anterior, por primera vez dentro del periodo 2010-2015. A finales del 2015 como se observa en el grafico siguiente, el sector decreció en menor porcentaje (-2,58%):

Gráfico 15: Tasa de crecimiento anual del sector Comercial



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)
Elaboración: Pierina Nuques

Como resultado de la desaceleración en el 2015, el sector se posicionó en el segundo lugar con mayores pérdidas, donde el sector automotriz tuvo la mayor contribución. Dicha situación no sólo se debe a la situación económica del país en general sino también a la caída de las ventas por las restricciones a las importaciones, según la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador, como veremos a continuación.

El sector automotriz es uno de los subsectores que conforman el sector comercial y uno de los más importantes y representativos, en el 2015 aportó con 6,59% del PIB, ya que involucra a otros sectores de la economía necesarios para la producción y comercialización de vehículos como la metalmecánica, del plástico, vidrio, entre otras (Class International Ratings, 2015:29).

Según la Asociación de empresas Automotrices del Ecuador (AEADE) existen varias reformas que afectan su desarrollo (ver Anexo F). La primera en ser mencionada es el anticipo del impuesto a la renta el cual el sector tiene dificultades en pagarlo ya que sus ingresos (caídas en las ventas) se han reducido drásticamente como consecuencia de la vigencia de sobretasas arancelarias y cupos de importación, además de que reduce la liquidez de operación de las empresas. Para contrarrestar dicho problema el sector se encuentra preparando una propuesta [20] para solicitar la exoneración del anticipo a la renta correspondiente al periodo fiscal 2015.

[20] Dicha propuesta está amparada por la Ley de Régimen Tributario Interno que menciona que "en casos excepcionales debidamente justificados en que sectores o subsectores de la economía hayan sufrido una drástica disminución de sus ingresos por causas no previsibles, a petición fundamentada del Ministerio del ramo y con informe sobre el impacto fiscal del Director General del Servicio de Rentas Internas, el Presidente de la República, mediante decreto, podrá reducir o exonerar el valor del anticipo establecido al correspondiente sector o subsector." (Asociación de empresas Automotriz del Ecuador (Anuario), 2015: 64)

Ya que la importación y el sector automotriz (así como también los sectores vinculados) están fuertemente ligados, las sobretasas arancelarias y las restricciones de cupos de importación son variables que afectan fuertemente al sector. Según la AEADE la sobretasa del 45% de los vehículos comerciales tiene como consecuencia una afectación en la estructura de costos de los sectores productivos y del metalmecánico nacional ya que los CKDs también tienen una restricción arancelaria. De igual forma es un riesgo a la seguridad vial el gravar con una sobretasa del 25 al 45% a los neumáticos y a los repuestos del 5 al 45%, debido a que son productos de mantenimiento que no podrán ser reemplazados oportunamente.

La afectación de las reformas arancelarias y tributarias se ven reflejadas en diferentes variables e indicadores del sector. Según los datos de la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE) para agosto del 2015, se comercializaron 81.309 vehículos mientras que para el 2014 fueron 120.060, lo que representa un decrecimiento del 32,28%. La producción nacional también ha tenido una caída constante desde el 2012, año en el que se produjeron 81.398 unidades, mientras que para los años 2013, 2014 y 2015 la producción fue de 66.844, 63.872 y 50.732 unidades respectivamente. La caída del 2015 fue de 37,67% con respecto al 2012.

En el sector automotriz, a partir de su afectación en costos por las tasas arancelarias e impuesto establecido en el país (el cual fue transferido al precio de venta) ha tenido una inflación en sus precios. Los automóviles son los que mayor subida de precio han tenido, siendo el precio del 2015 53,07% mayor que el del 2010, seguidos de los SUV con una subida en su precio del 42,50%. El segmento que menor subida (3,84%) ha tenido en su precio en el 2015 es el de las VAN. En la siguiente tabla se puede observar el comportamiento de los precios promedios de los vehículos en el periodo 2010-2015:

Tabla 4: Precios Promedios de los vehículos por segmento (2010-2015)

Segmento	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Automóviles	$15.656	$16.029	$17.298	$17.902	$19.199	$23.965
Camionetas	$25.924	$27.034	$31.020	$31.118	$32.371	$29.029
SUV	$28.203	$28.485	$31.437	$33.572	$35.387	$40.188
VAN	$27.285	$23.704	$24.894	$24.738	$24.806	$28.332
Camionetas	$53.266	$52.827	$54.675	$56.989	$57.641	$63.519

Fuente: Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (Anuario 2015)
Elaboración: Pierina Nuques

Dentro del mercado de valores hay varias empresas pertenecientes al sector automotriz, sin embargo vamos a tomar 2 de ellas como ejemplo ya que dichas empresas tuvieron en su última revisión una caída significativa en la calificación de riesgo y ambas cayeron para el 2015 en default. La primera empresa es Segundo Eloy Corrales e Hijos SECOHI CIA. LTDA., la cual se dedica a la venta de repuestos. Su calificación cayó a "C" para diciembre del 2015[21]

[21] La emisión comenzó con una calificación de A+ en septiembre del 2011 (Bolsa de Valores de Quito)

debido a la aplicación de sobretasas en las autopartes (repuestos) que afectan a las importaciones realizadas por la compañía, y provoca que sea más costoso la venta de los productos. A criterio de la calificadora de riesgo el futuro de la empresa no es positivo ya que le va a resultar complicado tener una tendencia positiva en sus ingresos y de esa manera poder cubrir sus costos y gastos. Esta situación además se le debe sumar la incertidumbre del sector que está determinada por el impacto en nuevas subidas de los aranceles, nuevas salvaguardias o que simplemente las salvaguardias ya implementadas no sean retiradas en el tiempo prometido (Class International Ratings, 2015)

Entrando a la situación específica de la empresa, los ingresos se han alejado de sus proyecciones, por lo que el deterioro en la liquidez, en la generación de flujos del emisor y en la cobertura de sus obligaciones es muy probable. Por ejemplo los ingresos del 2014 representaron el 79% de lo proyectado ($16.611.236) y para el 2015 el ingreso proyectado se completó en un 48,69%. Esto significó que los ingresos de la compañía decrecieron en 18,13% (USD 8,57 millones) frente a los ingresos del 2014 (USD 10,47 millones). Como consecuencia las utilidades de la empresa fueron de $350.265 para el 2015 lo que representa el 27,14% de lo esperado.

La segunda empresa es Cetivehiculos, de igual forma que Secohi ha sido afectada por las reformas arancelarias, sobretodo, debido a que sus ingresos dependen de la venta de vehículos nuevos. La calificadora de riesgo SCRLA considera que: "…el sector automotriz en el Ecuador presenta por el momento un riesgo alto en el corto y mediano plazo…" (SCRLA, 2016:5). La generación de flujos de efectivo de la empresa para el año 2014 se contrajo cerca del 40% con respecto al periodo anterior, dicha situación siguió para el año 2015.

Dentro del sector comercial no solo se encuentra el sector automotriz, sin embargo se hizo énfasis en él ya que es el más afectado. Las reformas tributarias han tenido un efecto en el sector licorero también. Según el presidente de la Asociación de Importadores de Licores, el cambio para el cálculo del Impuesto a los Consumos Especiales (ICE) puede llegar a significar un aumento en el precio de hasta el 400%.

De igual forma las empresas dedicadas a la comercialización de electrodomésticos se han visto afectada por las reformas antes mencionadas. Como ejemplo AUDIOELEC S.A., quien tiene una obligación en el mercado de valores, y presenta un entorno de riesgos según la calificadora de riesgo SCRLA, principalmente dado por las reformas arancelarias aprobadas en el Ecuador que establecen sobretasa arancelaria que afectan al 32% del total de importaciones durante 15 meses (15% para artículos como aires acondicionados, cocinas no eléctricas y radios en CKD; de 25% para CKD de televisores; 45% para refrigeradoras, congeladores, lavadoras, microondas y hornos eléctricos, grabadoras de sonido, videograbadoras, cámaras digitales, videocámaras, videoconsolas, radios y televisores terminados) (ver Anexo D)

De acuerdo a las afectaciones antes mencionadas, la empresa en el 2015 tuvo una reducción notable del 29% en sus ingresos con respecto al 2014, lo que la calificadora expresa que es: "…el reflejo de la desaceleración de la economía, sumado al incremento de salvaguardas a los componentes y piezas para el ensamble de televisores…" (SCRLA, 2015:16)

Otro indicador importante que ha caído es la relación ventas y activos, el cual en el 2014 fue de 4.6 veces y para el 2015 la relación fue de 3.18 veces, lo que refleja que el Emisor genera ahora ingresos de 3.18 dólares por cada dólar invertido. La calificación de riesgo de AUDIOELEC descendió a AA ya que a consideración de lo antes mencionado, el comportamiento creciente que tuvo el sector hasta el 2012 seguirá siendo afectado por las restricciones en los cupos de importación y en las sobretasas antes mencionadas, lo que tiene como consecuencia que las empresas tengan un mayor riesgo sistémico.

Adicionalmente, existen otros emisores del sector comercial que se han visto afectados por las reformas como por ejemplo Óptica Los Andes que debido a las restricciones gubernamentales de importación afectan a las importaciones de sus productos como las gafas y lentes de contacto; gafas representan el 16,11% de las ventas y los lentes de contacto el 3,76%. Como se pudo observar las reformas arancelarias han tenido una mayor afectación que las reformas tributarias en el sector comercial y sus empresas.

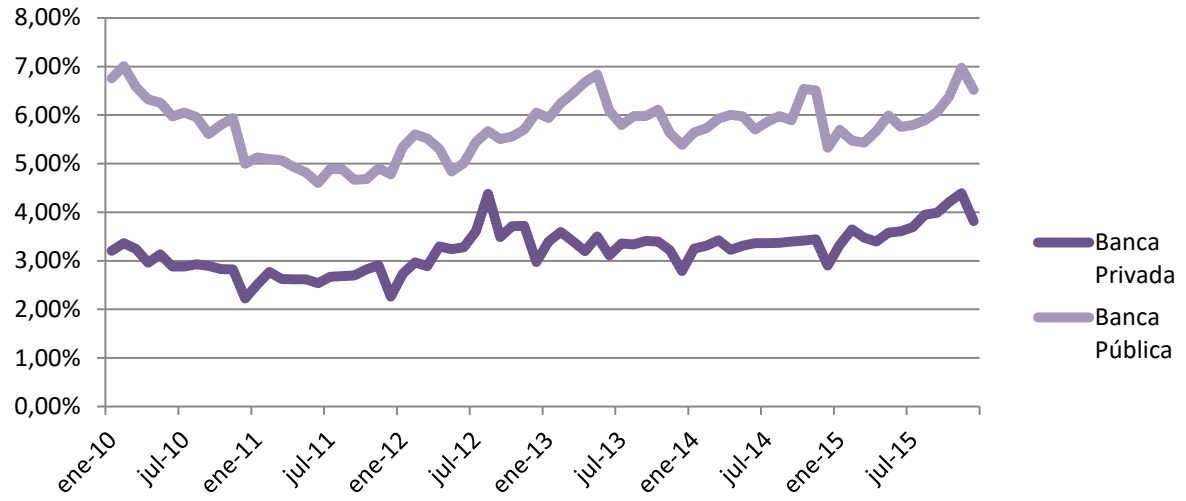
Sector Financiero

El sector financiero, compuesto por entidades financieras públicas y privadas, se ve afectado indirectamente por las reformas arancelarias y tributarias ya que cuando el desempeño de los agentes económicos tiene una desmejora, incide directamente en el empleo y por ende el crecimiento del negocio de administración de fondos que desempeña la entidad se ve comprometido (Pacific Credit Ratings, 2016:3)

Por esa razón el mayor riesgo que tienen las instituciones financieras es el no poder recuperar la cartera de crédito y por lo tanto no poder atender las necesidades de sus depositantes. De acuerdo a los datos de la Superintendencia de Bancos el indicador de morosidad del sistema financiero aumentó de 3,58% en el 2014 a 4,40% para el 2015. En los bancos privados la cartera de crédito de consumo y de microempresas son las que presentan una mayor tasa de morosidad con una tendencia ascendente seguidas de igual manera por la cartera educativa, vivienda y comercial (ver Anexo 5).

En el gráfico, a continuación, se ve como el índice de morosidad tanto para la banca privada como para la pública tiene una tendencia creciente desde mediados del 2011, llegando a niveles de 3,81% y 6,52% respectivamente:

Gráfico 16: Índice de Morosidad por entidad financiera



Fuente: Superintendencia de Bancos
Elaboración: Pierina Nuques

Analizando en cada subsistema la morosidad, se puede indicar que para diciembre del 2015, la banca pública alcanzó la mayor tasa de morosidad (7,35%), seguido con morosidad de 5,92% las sociedades financieras y mutualistas y por último los bancos privados con una morosidad del 3,66%.[22]

Como se mencionó anteriormente, en el 2012 la banca fue afectada por la Ley Orgánica de redistribución de los ingresos para el gasto social, la cual no solo afecta a los beneficios que esta tenia por reinversión, sino que también el sigilo y reserva bancaria se ve modificada ya que cualquier información que el SRI requiera debe ser entregada sin ningún obstáculo.

Las entidades financieras emisoras en el mercado de valores, no han tenido una afectación en sus calificaciones de riesgo significativas ya que el sistema financiero, sobretodo el privado, ha sabido conllevar la contracción de la economía y de sus sectores. De acuerdo a Pacific Credit Rating la banca para mitigar dichos efectos, a partir del 2011 tomó una actitud conservadora y comenzó a efectuar políticas más rigurosas en la colocación de cartera. Esto tuvo como consecuencia que la cartera se contraiga y a su vez la banca sacrificara rentabilidad para preservar liquidez y solvencia. Para las familias y el sector empresarial representó menos recursos para financiar capital de trabajo e inversiones. (Pacific Credit Rating, 2015:14)

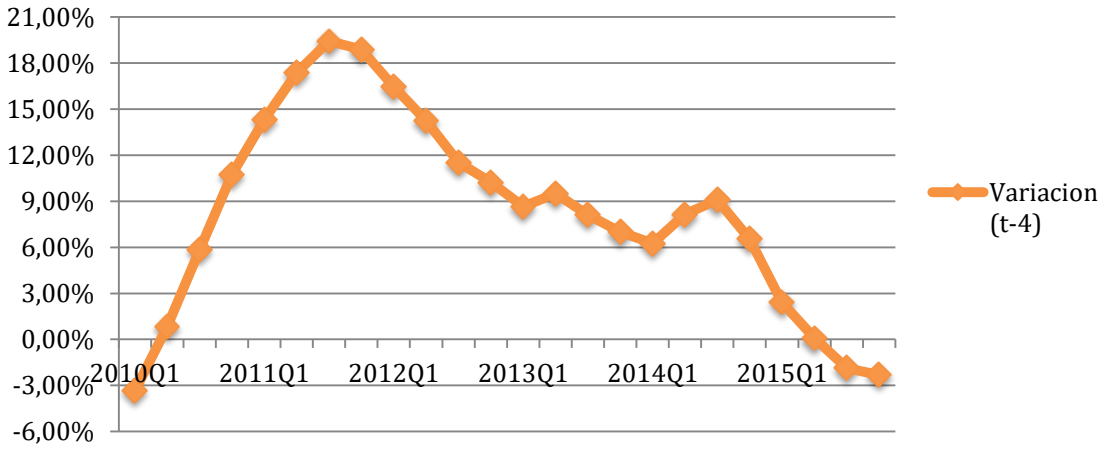
Sector de Construcción

El sector de la construcción desde principios del 2010 hasta la mitad del 2011 tuvo un crecimiento del 20% con respecto al periodo anterior, sin embargo después de llegar a dicho

[22] Banco Central del Ecuador. Disponible en: http://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indic e.htm [Consultado 20 septiembre de 2016]

pico el sector comenzó a crecer en menores proporciones. No fue hasta la mitad del 2015 que el sector de construcción no solo dejo de crecer, sino que decreció en 2,31% como se puede visualizar en el siguiente gráfico:

Gráfico 17: Tasa de crecimiento anual del sector Construcción



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)
Elaboración: Pierina Nuques

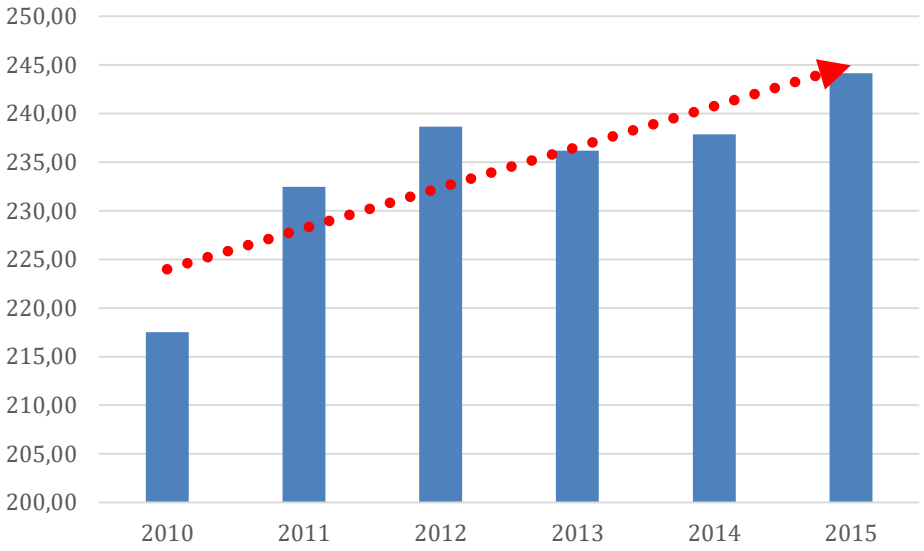
Existen varios factores que explican el comportamiento del sector, uno de ellos, siendo el más importante, los cambios de política gubernamental, lo que hace referencia a la reducción del gasto público en la construcción de estructura pública. Al existir esta contracción del sector, el pago del anticipo al impuesto a la renta se vuelve difícil para las empresas ya que como se vio en el capítulo anterior dicho impuesto no grava a la renta. Para disminuir la presión del pago del anticipo, el gremio constructor está preparando una propuesta para que se los exonere del cálculo, según su presidente, bajo el razonamiento de que primero, por la contracción del sector sus ingresos se han visto afectados y segundo que para el cálculo se están considerando sus activos que actualmente se encuentran improductivos.

Otro de los factores son las sobretasas arancelarias que han producido una alteración de los precios en los insumos y maquinarias importados necesarios para la construcción, lo que ha tenido como consecuencia un alza en los costos por unidad de medida. Dentro de estos insumos se encuentran por ejemplo el hierro y acero como barras, puertas, ventanas, láminas, etc.

El Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC) mensualmente calcula el Índice de Precios de la Construcción (IPCO)[23], el cual podemos apreciar en el siguiente gráfico:

[23] El IPCO refleja el: …"precio a nivel de productor y/o importador, por unidad de medida, de los materiales, equipo y maquinaria de la construcción, incluido el Impuesto al Valor Agregado. Es el precio del material específico que se incorpora como componente en la construcción de la obra; y/o el equipo y maquinaria específicos que intervienen en la construcción. Su forma de cálculo es similar a la del Índice de Precios al Consumidor ya que está conformado por una canasta, donde los artículos de la misma están seleccionados en base a su importancia dentro el sector de la construcción, los mismos que se determinan por incidencias de los

Gráfico 18: Índice de Precios de la Construcción



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC)
Elaboración: Pierina Nuques

El IPCO presenta una tendencia creciente durante el periodo 2010-2015, su mayor crecimiento fue en 2011 cuando aumentó en un 6,88% con respecto al año anterior y en el 2015 con un crecimiento del 2,65% con respecto al 2014. Esto significa que para el 2011 y 2015 la medida de unidad de construcción costaba 6,88% y 2,65% más que en el 2010 y 2014 respectivamente. Para diciembre del 2015 el índice es de 244,17.

Es por esto que las empresas más afectadas son las dedicadas a la venta de insumos y maquinarias necesarios para la construcción. Según Enrique Pita, presidente de la Cámara de la Construcción de Guayaquil, para el 2015 los agremiados de la Cámara de Construcción dedicados a la venta de materiales de construcción han obtenido caídas del 50% en la comercialización de bloque; del 45% al 50% en áridos; cerca del 15% en la venta de cemento; de alrededor del 30% en la venta de hormigón premezclado; y de un 40% en la de hierro en varilla, el presidente concluyó que se ha presentado una reducción en las ventas aproximadamente del 30% con relación a 2014.

En lo que respecta a la construcción de viviendas, la situación económica del país y el incremento de los precios de construcción como los de terreno han contraído la demanda y oferta de construcción de viviendas cayendo así sus ventas en un 35% según la asociación de promotores inmobiliarios de vivienda del Ecuador. Este subsector se ha visto afectado por la incertidumbre sobre la implementación de las propuestas de la ley de herencias y plusvalía De acuerdo a lo planteado por la consultora TNK Economics (2015):

valores de los materiales individuales respecto al valor total en el mercado del material respectivo y/o su participación en los distintos tipos de obra. El conjunto de los ítems seleccionados conforma "Las Canastas de los distintos Materiales", cuyo tamaño y estructura varía ocasionalmente, según las necesidades detectadas y cambios ocurridos en el mercado" (INEC, 2016:36)

> …las propuestas de proyectos de ley de herencia y plusvalía generaron incertidumbre entre promotores y compradores. Por otro lado, la aplicación de sobretasas arancelarias ha encarecido el precio de ciertas materias primas importadas, lo que a su vez incrementó los precios de vivienda (TNK Economics, 2015:8)

En el mercado de valores ecuatoriano 9 de sus emisores pertenecen al presente sector, algunos de ellos han tenido una baja en sus calificaciones de riesgo sobre todo por el aumento en el riesgo sistémico que representa estar en el sector de la construcción. Por ejemplo uno de los casos más graves es la empresa Consermin S.A., con 24 años de experiencia en el mercado, obtuvo una calificación de riesgo "D", ya que de acuerdo a la calificadora de riesgo Pacific Credit Ratings (PCR) la empresa no está en la capacidad de cumplir con sus obligaciones en el mercado de valores, con los fondos del giro del negocio (Pacific Credit Ratings, 2015).

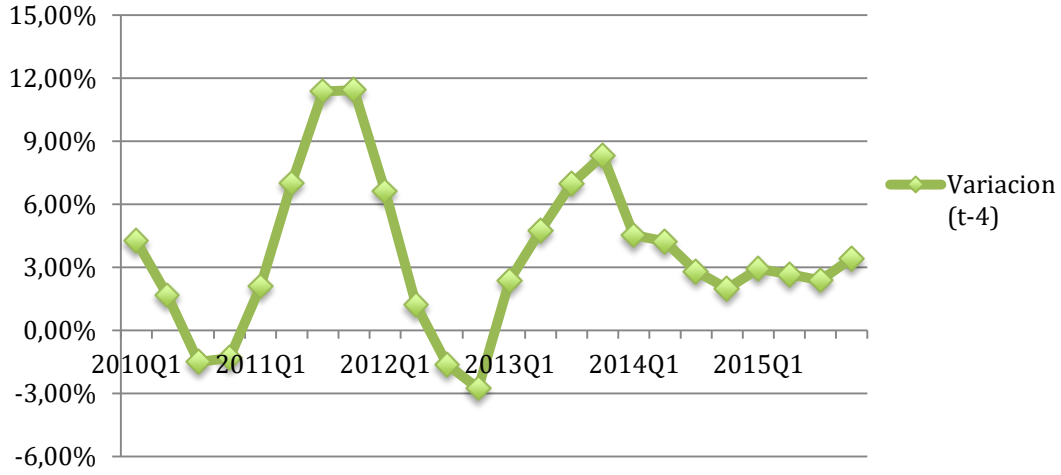
De igual forma la calificadora presentó que uno de los riesgos que presenta la compañía es la alta exposición a condiciones macroeconómicas que tienen los precios de los materiales de la construcción. Consermin S.A. ha tenido una tendencia decreciente en sus ventas, las cuales en el 2014 cayeron en 23,67% con respecto al 2013; dicho comportamiento de acentuó en el 2015 donde se obtuvieron ventas por 58,92% menos que en el 2014. Para los mismos años la empresa presentó pérdidas netas por $2.16 millones y $ 3,80 millones respectivamente.

Sector Agrícola, Pesquero y Maderero

El sector agropecuario es un sector primario dentro de la economía, según Bankwatch Ratings (calificadora de riesgo), constituye una fuente importante de divisas debido a que el país es un exportador primario, destacándose con productos como banano, café, caco y flores. Además es un insumo para el resto de las industrias y es una de las fuentes de empleo en el sector rural lo que lo hace un sector de aporte social.

Como se puede visualizar en el siguiente gráfico, el sector agropecuario ha tenido una variación trimestral con tendencia constante. A comienzos del 2011 el sector tuvo el mayor crecimiento del periodo, sin embargo, a mitades del mismo año, luego de haber alcanzado un crecimiento del 11,37%, comenzó a crecer en menor proporción y a mitad del 2012 decreció en 2,76% con respecto al año anterior. A partir de esa caída el sector se empezó a recuperar y se ha mantenido desde el 2014 con un promedio de crecimiento de 3,12%:

Gráfico 19: Tasa de crecimiento anual del sector Agropecuario



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)
Elaboración: Pierina Nuques

Dentro del análisis de la calificadora de riesgo el sector agrícola, pesquero y maderero se ve influenciado por el clima, la emigración del campesino a la ciudad, precios internacionales y políticas gubernamentales que graven tenencia de la tierra y políticas de exportación e importación como las salvaguardias.

Sin embargo, debido a que el presente sector tiene una importancia social como se mencionó anteriormente, las 5 reformas tributarias que son dirigidas a él se refieren a: la exoneración del anticipo al impuesto a la renta para todas las empresas que se dediquen a la producción y exportación de Palma (se la exonera para el periodo fiscal 2014-2015), flores y café. De igual manera, las 16 reformas arancelarias exceptúan, o difieren al 0% la sobretasa arancelaria, del pago a diferentes productos necesarios para el desarrollo del sector. La madera es el único producto que tuvo un alza de la sobretasa arancelaria en el periodo 2010-2015 y que además se creó una salvaguardia específica para dicho producto provisional con duración 3 años.

Son 30 las empresas que trabajan dentro del sector agrícola, pesquero y maderero y que participan en el mercado de valores para obtener mayores fuentes de financiamiento. Las calificaciones de riesgo como hemos observado en los otros sectores y teóricamente están basadas en los (riesgo sistémico y no sistémico) y en los índices financieros, en el sector agrícola no ha existido una caída significativa de las calificaciones ya que las empresas han sido beneficiadas, a diferencia de las empresas de los otros sectores, por las reformas arancelarias y tributarias dirigidas exclusivamente a este.

Sin embargo, el riesgo sistémico ha aumentado de acuerdo a la Federación Nacional de Azucareros de Ecuador, por ejemplo, el alza tributaria a las bebidas azucaradas como gaseosas tendría como consecuencia la pérdida de 1.700 puestos de trabajo, $18 millones en pérdidas debido a que se venderían 2,2 millones de sacos menos e indirectamente

aproximadamente ocho mil personas se verían afectadas. En conclusión, Christian Whali, de la Asociación de Fabricantes de Alimentos y Bebidas, afirma que la implementación de un impuesto más en la economía provocará desinversión y pérdida de trabajo. De igual forma el cambio constante en las políticas tributarias y arancelarias crea incertidumbre y dificulta la planificación a largo plazo.

Crimasa Criaderos de Mariscos S.A. es un ejemplo en el cual sus indicadores financieros siguen siendo positivos con tendencias crecientes pero su calificación de riesgo cayó en el 2015 a "A-", debido a que, según Class International Ratings (2015), dos de los riesgos a los que la empresa es sensible son: 1) la aprobación de políticas restrictivas, impositivas y arancelarias por parte del Gobierno ecuatoriano que pudieran afectar la exportación del bien comercializado por la empresa y 2) reformas tributarias, laborales e incluso legales que podrían afectar la operatividad de la compañía.

De igual forma la empresa Eurofish S.A. tuvo una caída leve en su calificación por la sensibilidad que tiene la empresa a los riesgos que presenta la actividad que desarrolla, dentro de los cuales se encuentra: la escasez de materia prima por efectos de la naturaleza o que se dé por un aislamiento comercial del Ecuador en el exterior por eliminación de preferencias arancelarias. (Class International Ratings, 2015:36)

Sector de Servicios

Al sector de servicios están dirigidas 12 reformas arancelarias y 2 reformas tributarias. Dentro de las primeras, en su mayoría benefician al sector con el aumento de cupos de importación de teléfonos móviles para la compañía CNT, por ejemplo, con el diferimiento de las sobretasas arancelarias de llantas para compañías dedicadas al transporte público o para las importaciones de la cadena hotelera Decameron, etc., solo 1 reforma aumenta la restricción de importación de motos en CKD para las empresas dedicas al transporte público. Por otro lado, las 2 reformas tributarias benefician al sector con la exoneración del anticipo del impuesto a la renta para el periodo fiscal 2010 y 2015.

A pesar de que las reformas arancelarias y tributarias beneficien al sector, dentro de las ramas del sector no petrolero que más cayeron en el 2015 se encuentra dicho sector, donde los servicios de correo y comunicaciones cayeron para el tercer trimestre 3.4% y el de alojamiento y servicios de comida 2.9% (TNK Economics, 2015:8) Esto se puede atribuir a que al igual que el sector financiero, las empresas prestadoras de servicios se ven afectadas por la contracción y afectaciones que tengan los otros sectores / empresas ya que son estas las que demandan los servicios.

Al ser el sector de servicios sensible a la afectación de los otros sectores de la economía, las calificadoras de riesgo consideran que uno de los mayores riesgos son los factores externos

como políticos económicos que afectan a la demanda de servicios y por lo tanto disminuyen los ingresos de las compañías prestadoras de servicios.

El mercado de valores, está conformado por 34 empresas prestadoras de servicios para el 2015, lo que representa el 11,30% del total de emisores. Estos han tenido bajas en sus calificaciones no porque sus índices financieros se hayan visto afectados aun, sino que al igual que el sector agrícola, el entorno en el que las empresas se desarrollan tiene un riesgo mayor, por lo que las variables exógenas a las empresas han aumentado (riesgo sistémico).

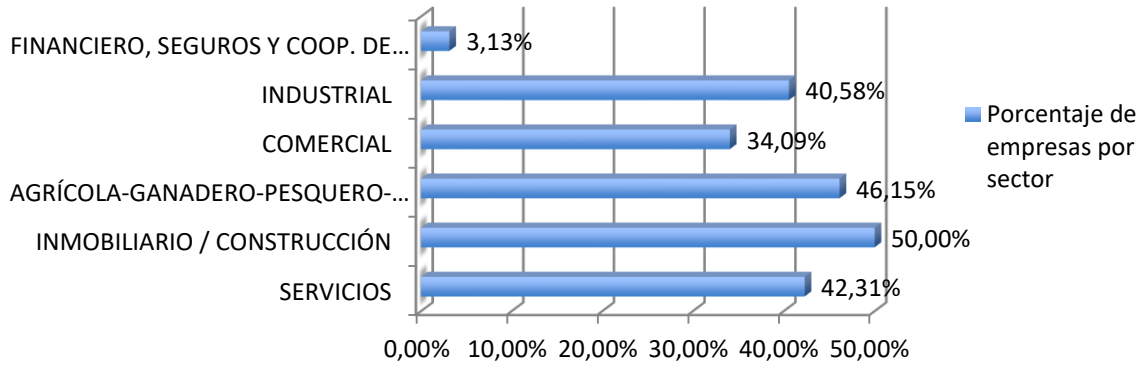
Un ejemplo es la empresa Basesurcorp S.A. ya que su calificación de riesgo se encuentra bajo observación (Credit Watch) por la calificadora de riesgo Class International Ratings debido a que no solo se considera que el medio en el que se desarrolla la empresa es sensible a las restricciones y sobretasas de importación aprobadas por el gobierno hasta el 2015, sino también por la incertidumbre que genera que estas restricciones y/o regulaciones sigan cambiando debido a que esto no le permite a la empresa planificar a largo plazo y así tener sus debidas provisiones, lo que causaría un incremento en los costos de los productos disminuyendo además el volumen de ventas e ingresos de la compañía (Class International Ratings, 2015:4)

Los efectos de las reformas arancelarias y tributarias aprobadas en el país durante el periodo 2010-2015 en los sectores, como se ha observado, se manifiestan en las empresas a través de sus calificaciones de riesgo. En el momento en que el entorno en el que las empresas se desarrollan cambia o se crea incertidumbre hacia él, los riesgos que éstas presentan aumentan por lo que sus calificaciones caen. Por lo que en términos llanos, esto significa que otorgar créditos o adquirir títulos valores (inversión) es más riesgoso[24].

Del siguiente gráfico se puede concluir que de los 10 sectores económicos que participan en el mercado, las calificaciones de riesgo de 6 de ellos se han visto afectadas en diferentes magnitudes. Dichos sectores son los analizados con anterioridad:

[24] Recordemos que las bajadas en la calificación están asociadas con incrementos en el riesgo sistemático y que las calificaciones de riesgo pueden ser interpretadas como una probabilidad de caer en default afectando así al mercado financiero (Jorion y Zhang, 2006:6)

Gráfico 20: Caída de calificaciones de riesgo por sector (%)



Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

Como pudimos observar en los datos presentados, las empresas se han visto afectadas por las reformas arancelarias y tributarias teniendo como resultado la caída de las calificaciones de riesgo. Esto significa que las empresas son más propensas a no poder cumplir con sus obligaciones a corto y largo plazo en el mercado de valores y en el peor escenario llevándolas a no tener la suficiente liquidez para solventar sus obligaciones.

Por lo que podemos concluir que el canal de transmisión de las reformas arancelarias y tributarias al mercado de valores son las empresas participantes del mismo a través de las variaciones (subidas o bajadas) de sus calificaciones de riesgo. De acuerdo a la evidencia empírica, la caída de las calificaciones de riesgo afecta de manera negativa al mercado, en el caso ecuatoriano lo vuelve más riesgoso. Esto no solo debido a que la probabilidad de caer en default es mayor si no que al ser el Ecuador un país donde sus inversionistas son adversos al riesgo, estos dejan de invertir dentro del mercado o concentran sus inversiones en los títulos valores menos riesgos (corto plazo, calificaciones del riesgo AAA, renta fija, etc.) como veremos a continuación.

El Mercado de Valores Ecuatoriano

Como concluimos en el capítulo anterior los efectos de las reformas arancelarias y tributarias sobres las empresas se ven transferidos por las mismas al mercado de valores a través de sus calificaciones de riesgo por lo que en el presente capítulo analizaremos como se ha comportado el mercado de valores durante el periodo analizado ante la caída de calificaciones de sus emisores.

Como se expuso teóricamente, la caída de las calificaciones de riesgo de las empresas está asociado con el incremento en el riesgo sistémico por lo que dicho evento se puede interpretar como el alza en la probabilidad de caer en default (Jorion y Zhang, 2006:6) En palabras de Patricio Baus, gerente de la Calificadora de Riesgo Bank Watch, al ser el mercado de valores un espejo del comportamiento de la economía, algunos emisores se han retrasado en el pago de sus obligaciones a los inversionistas, cayendo así en default (impago).

Conforme a lo expuesto por la ex presidenta de la Bolsa de Valores de Quito, Mónica Villagómez, que las empresas caigan en default era algo extraño en el mercado del país ya que las inversiones en empresas de bajas calificaciones no se daban. En el mercado ecuatoriano en el periodo 2004-2014 se registraron 11 casos de default, esto en cifras monetarias significa que de USD 8 095 millones en emisiones, aproximadamente USD 11,9 millones han sido impagos.

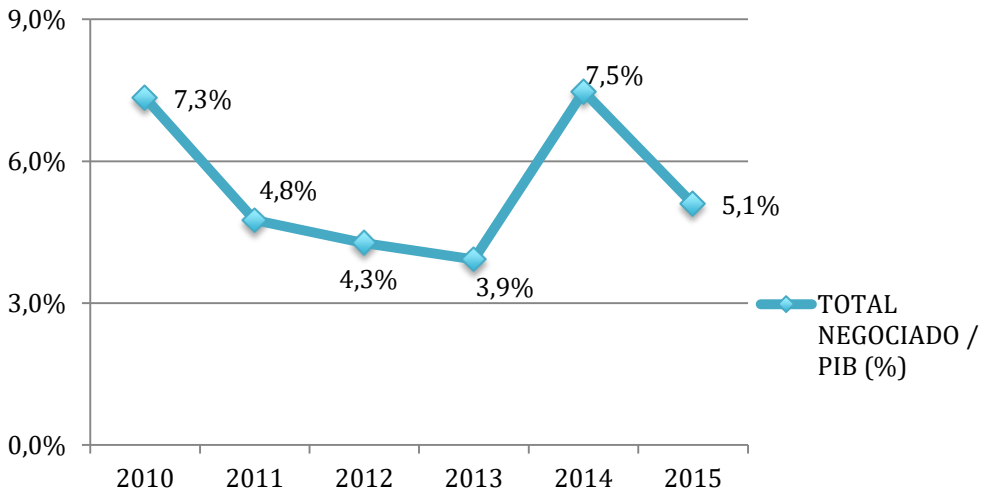
Sin embargo para el año 2015, según datos de las Bolsas de Valores del país, los casos de default ya no fueron atípicos, llegando a 25 empresas (ver Anexo H), lo que representa aproximadamente el 9% de las empresas emisoras, que han tenido retraso en sus pagos. Como consecuencia del retraso en los pagos constantes y no poder solventar dicho problema, el 36% de ellos han sido suspendidos por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (ver Anexo I)

Como veremos a continuación el problema de default no ha sido el único problema del mercado de valores ecuatoriano, en el periodo 2010-2015 este se ha contraído de manera general, donde existen títulos valores específicos, como las obligaciones de las empresas privadas que han tenido una mayor contracción o como los precios de las acciones que han caído.

Los montos negociados en el mercado de valores han llegado a representar el 7,5% del PIB en el 2014. Durante el periodo 2011-2013 existió una disminución de la relación debido a que los montos negociados disminuyeron con respecto al 2010 (fueron similares durante el periodo) pero el PIB del país creció continuamente durante los 3 años. Luego en el 2014 alcanzó el punto más alto del periodo analizado, acontecimiento que se explicará más adelante, pero volvió a caer en el 2015 debido a que los montos negociados en el mercado

de valores disminuyeron (en este año el PIB cayó con respecto al 2014 según datos del Banco Mundial) como se puede apreciar en el siguiente gráfico:

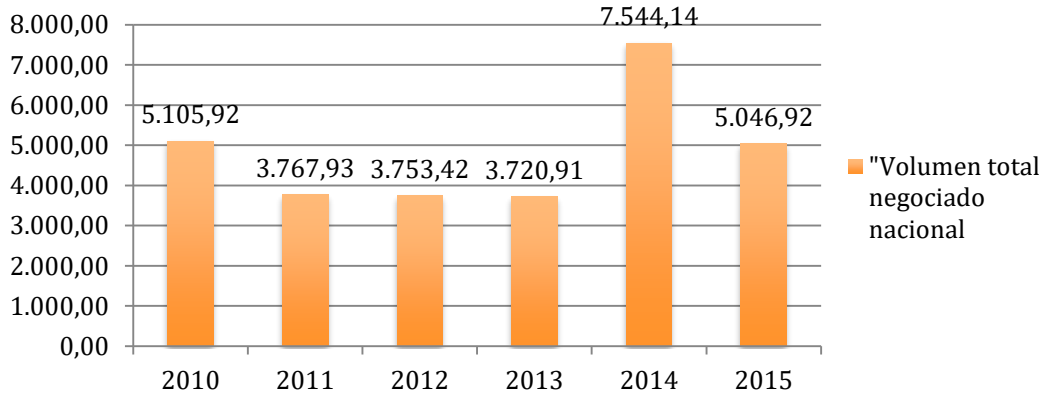
Gráfico 21: Total Negociado/ PIB (%)



Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

Lo que respecta al volumen negociado durante el periodo 2010-2015, en el 2014 se marcó un record de transacciones, como se dijo anteriormente. Sin embargo en el año 2015 el volumen volvió a caer a niveles del año 2010. Dentro del periodo antes mencionado los años 2011, 2012 y 2013 tuvieron como resultado los niveles de negociación más bajos.

Gráfico 22: Volumen total Nacional Negociado (Millones de dólares)

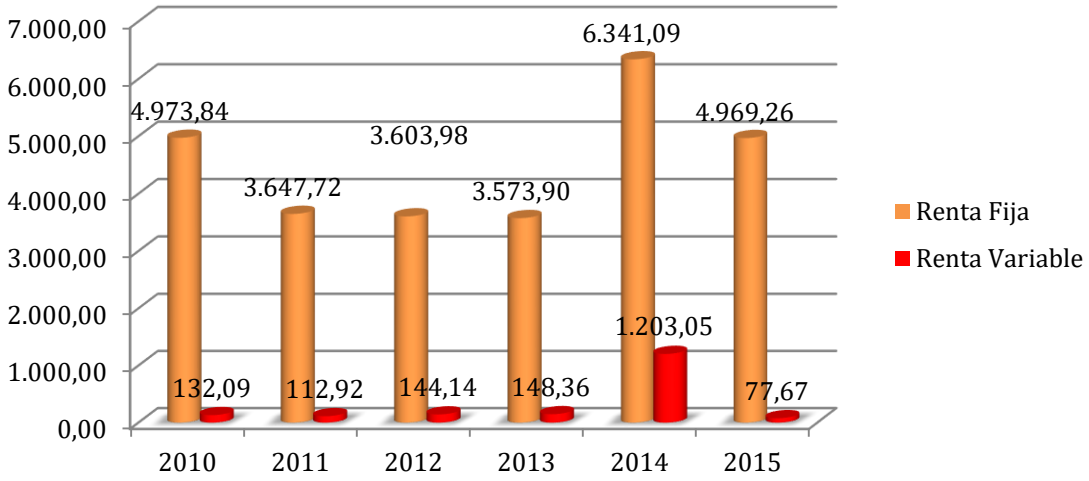


Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

El volumen negociado total está dividido en el volumen negociado en el mercado de renta fija y renta variable. Como se puede observar a continuación el mercado de renta fija es en el cual se realizan la mayoría de las inversiones, mientras que el de renta variable, acciones

sobre todo, se mueve muy poco debido al riesgo que representa, según la afirmación de la ex presidenta de la Bolsa de Valores de Quito, el mercado de valores ecuatoriano es incipiente ya que los inversionistas son adversos al riesgo.

Gráfico 23: Volumen por tipo de renta nacional negociado (Millones de dólares)



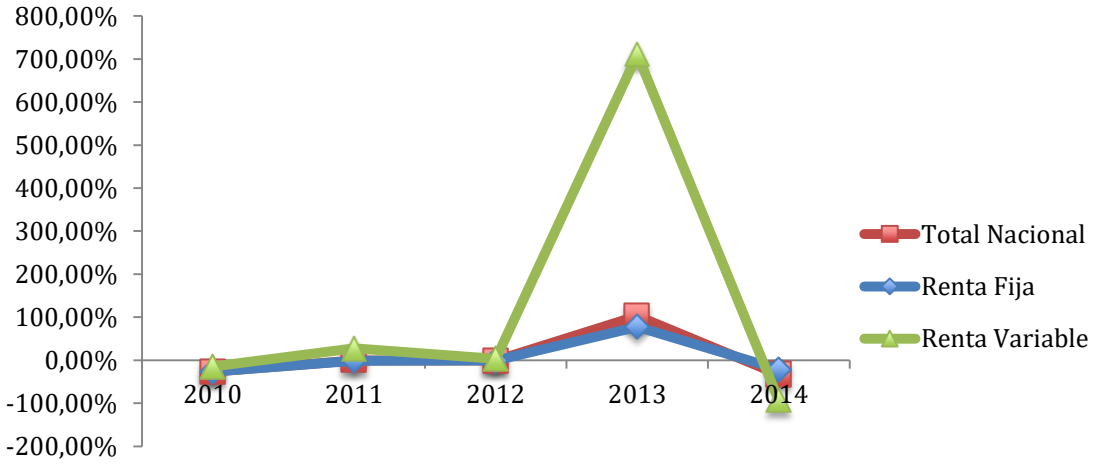
Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

El mercado de renta variable ha tenido un comportamiento constante dentro del periodo analizado excepto por el 2014 que tuvo un crecimiento especial y en el 2015 donde el monto negociado decreció en aproximadamente 42% en comparación a lo negociado en el periodo 2010-2013. Por otro lado el mercado de renta fija, en el cual se concentran más del 90% las inversiones, tuvo una caída del 2010 al 2011 del 26,66%, dicho volumen de negociación se mantuvo hasta el 2013. Para el siguiente año el volumen de negociación creció 77,44% sin embargo volvió a caer en el 2015 en 21,63%.

El hecho de que exista una concentración en el mercado de renta fija, representa un mayor riesgo a que si se invirtiera en todo tipo de valores como se realiza en otros países, en donde existe una composición de seguridad, diversificación y rentabilidad, aspectos que son fundamentales para obtener mejores resultados en las inversiones.

Atípicamente, en el 2014 se dio un crecimiento en el volumen negociado sobre todo en el mercado de renta variable (710,87%), comportamiento que se puede divisar en el gráfico 22. Esta variación se le imputa a 3 transacciones específicas, de acuerdo a los datos de las Bolsas de Valores: el grupo Promérica compró Produbanco por $130 millones, se vendió Lafarge Ecuador a la cementera peruana por $517 millones y Arca Continental compró por $335,8 millones a Holding Tonicorp.

Gráfico 24: Variación porcentual anual del volumen negociado total y por tipo de renta



Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

Debido al comportamiento que tuvo el mercado de renta fija en el 2014[25], las autoridades tenían a principios del 2015 una expectativa optimista para el mercado de valores, no obstante este tuvo un decrecimiento del 33,10% con respecto al año anterior, 21,63% en el mercado de renta fija y 93,64% para el mercado de renta variable. Rodolfo Kronfle, presidente de la bolsa de valores de Guayaquil manifestó su preocupación ante las decisiones que tome el gobierno para enfrentar la crisis del país.

La caída en el volumen de negociación del mercado de renta fija la podemos atribuir a que los inversionistas han disminuido su nivel de inversiones ya que el mercado se ha vuelto más riesgoso en el sentido de que existen menos opciones de inversión "segura" (disminución en las calificaciones) debido a la situación por la que las empresas y su entorno están pasando como se analizó previamente.

La caída de los montos negociados pudo haber sido mayor pero las entidades financieras y aseguradoras según la "Norma de control de Inversiones Obligatorias" tienen el deber de mantener un portafolio de inversiones en el mercado de valores. Esto ha ayudado a que los niveles negociados no caigan en mayor proporción pero ha llevado a que las inversiones de títulos valores de empresas privadas, se concentren en aquellas que tienen calificaciones altas como "AAA" y que no pertenecen a los sectores afectados, complicando la obtención de financiamiento para el resto de emisores del mercado.

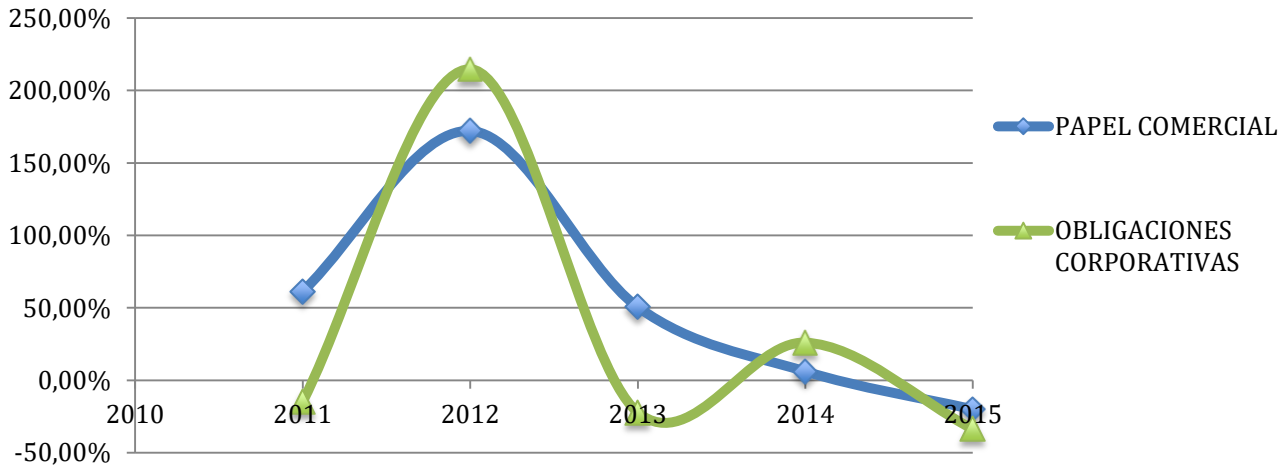
Dentro del mercado de renta fija, el papel comercial y las obligaciones de las empresas representan en promedio el 20% de las inversiones totales dentro del periodo analizado. En los títulos valores del sector público los certificados de inversión, emitidos por la Corporación

[25] No por el aumento del volumen de negociación en el mercado de renta variable, ya que este se debió a las 3 negociaciones antes mencionadas.

Nacional Financiera (CFN) representan un 20,8%, los certificados de tesorería, emitidos por el Ministerio de Finanzas representaron entre el 2010 y 2013 el 5,08% en promedio, mientras que entre el 2014 y 2015 alcanzaron a constituir, en promedio, el 27,23% del total invertido dentro de dicho mercado y por último, en promedio, el 8,75% de las inversiones han sido en los Bonos del Estado. A partir de los datos expuestos, existe una concentración alta dentro del mercado, ya que más del 75% de las inversiones totales son hechas en los 5 títulos valores antes mencionados.

Como se mencionó anteriormente, los títulos valores del sector privado que más se negocian dentro del mercado de renta fija, son el papel comercial y las obligaciones. El primero, deuda corporativa a corto plazo, ha venido desde el 2012 creciendo menos y menos cada año, hasta el 2015 donde decreció (20%) por primera vez en todo el periodo. A su vez, las obligaciones corporativas han tenido un comportamiento similar, sin embargo se han visto afectadas de una mayor manera ya que son deuda a largo plazo, lo que las convierte en más riesgosas. Como se puede observar en el gráfico estas últimas han tenido 3 años (2011,2013 y 2015) en el que el nivel de inversión decreció 14,85%, 22,15%, y 33,69% respetivamente:

Gráfico 25: Variación de monto invertido en sector privado (%)



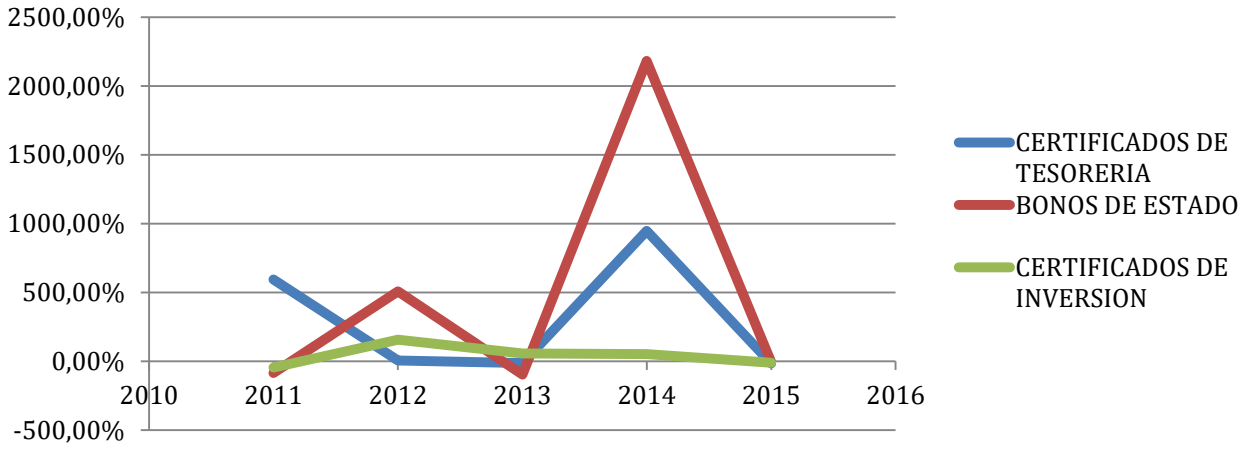
Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

En relación con los títulos del sector público, estos también tuvieron un decrecimiento pero que no representa una caída tan grande como la deuda del sector privado. Los Bonos del Estado, en el 2015, se negociaron en un 5,50% menos que el año anterior, se debe recalcar que para finales del 2015 se otorgaron a los profesores bonos para su jubilación, los que fueron muy atractivos para las empresas ya que se negociaban con un descuento bastante alto (hasta el 30%).[26]

[26] Para observar la variación en los montos invertidos en todos los tipos de títulos valores ir al Anexo 8.

Los certificados de tesorería, a pesar de que aumentaron su representatividad dentro del total de inversión en el mercado de renta fija, el volumen negociado cayó 14,32% en el 2015 con respecto al negociado en el 2014. Finalmente, los certificados de inversión mantuvieron una tendencia constante pero para el 2015 el monto de inversión dejo de crecer y cayó 10,05% con respecto al periodo anterior, como se puede observar en siguiente gráfico:

Gráfico 26: Variación de monto invertido en sector público (%)



Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

Una vez que hemos visto como el mercado de renta fija se ha desenvuelto en el periodo 2010-2015, debemos tomar en cuenta también el mercado variable a pesar de que no sea muy activo en el país. Para poder analizar este segmento utilizaremos el índice bursátil de acciones Ecuindex, el cual es calculado de manera diaria por la Bolsa de Valores de Quito (BVQ).

El Ecuindex representa las variaciones diarias de los precios de las acciones que se cotizan a nivel nacional. Está compuesto por los 10 emisores más representativos en capitalización bursátil, número de transacciones y monto efectivo negociado durante el último semestre. En la siguiente tabla podemos observar las 10 empresas que componen el Ecuindex:

Tabla 5: Empresas del Ecuindex 2015[27]

Canasta Ecuindex Global	Sector
Corporación Favorita	Servicios
Holcim Ecuador VN 5	Industrial
Compañía de Cervezas Nacionales	Industrial
Ingenio San Carlos	Industrial
Pichincha	Financiero
Unacem	Industrial

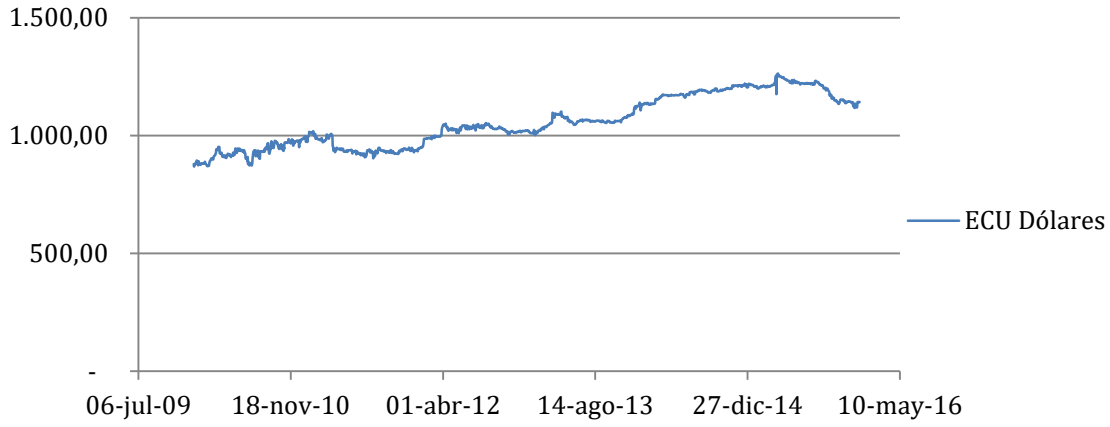
[27] Según información de las Bolsas de Valores del Ecuador, la canasta Ecuindex no varía mucho en el tiempo, a veces 1 o 2 empresas cambian, el resto se mantiene.

Surpapelcorp	Industrial
Guayaquil	Financiero
Holding Tonicorp S.A.	Financiero
Produbanco	Financiero

Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

El Ecuindex comenzó con un puntaje de 1000, por lo que mientras va disminuyendo el valor, significa que los precios de las acciones han tenido una caída (ver Anexo k). En el siguiente gráfico podemos observar que el índice durante el periodo 2010-2015 ha tenido una tendencia constante, un poco creciente pero que al final del 2014 empieza a caer:

Gráfico 27: Ecuindex



Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

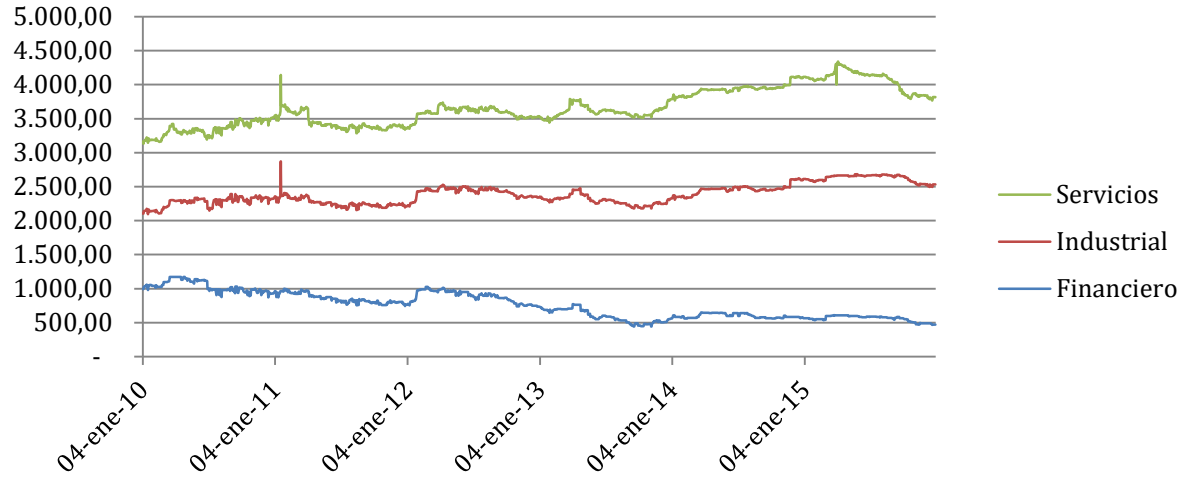
Para tener una mejor visualización de cuales han sido los sectores en los que sus empresas han sufrido una mayor caída del precio de sus acciones y han influido en que el Ecuindex caiga, la BVQ tiene tres índices sectoriales (Financiero, Industrial y Servicios). Estos están conformados por las empresas pertenecientes al Ecuindex de cada sector más otras que tienen incidencia en el mercado.[28]

A continuación se puede apreciar que los índices del sector servicios e industrial han tenido una tendencia constante con un leve crecimiento sin embargo, ambos, para finales del 2014

[28] Sector Financiero: Holding Tonicorp, Banco del Pichincha, Banco Guayaquil, Produbanco, Banco Bolivariano e InverSanCarlos.
Sector Industrial: Holcim, Cervecería Nacional, Unacem, Ingenio San Carlos, Surpapelcorp, Superdeporte y Rio Grande.
Sector de Servicios: Corporación Favorita y Conclina

empezaron a disminuir, el sector de servicios en mayor escala, lo que significa que el precio de las acciones cayó con respecto al periodo anterior. Por otro lado el índice del sector financiero ha mostrado una tendencia decreciente durante todo el periodo 2010-2015 acentuándose la caída a principios del 2012. Según el índice, los precios de los 3 sectores han caído desde finales del 2014 lo que significa que la afectación de los sectores, analizada en el periodo anterior, ha creado incertidumbre dentro del mercado de valores.

Gráfico 28: Índice sectorial

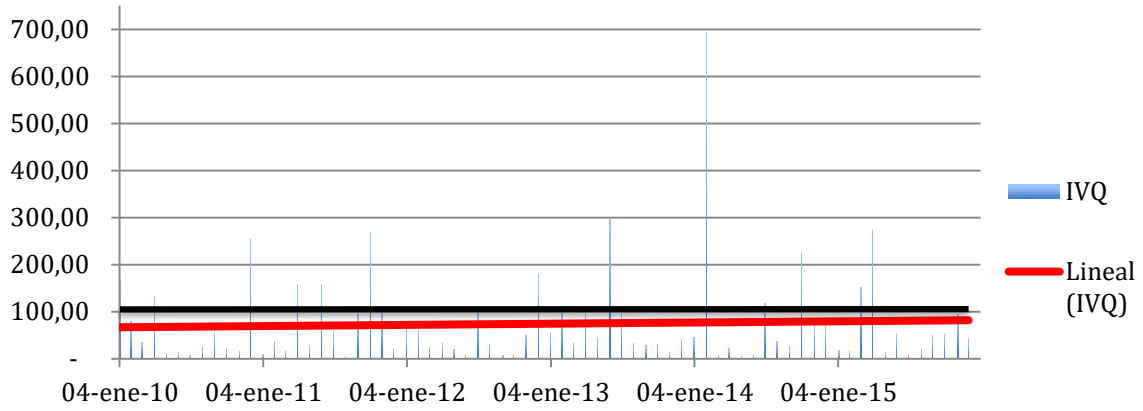


Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

El índice IVQ, computado de igual forma por la BVQ, mide el volumen negociado en comparación con el volumen promedio negociado entre t-5 y t-6, diariamente[29]. De acuerdo a los datos de la BVQ, durante el periodo 2010-2015 el índice ha tenido una propensión a estar siempre por debajo de 100, lo que significa que el volumen negociado de cada día es menor al promedio de lo negociado en los 60 días anteriores como se muestra a continuación:

[29] Si el valor obtenido en el IVQ es igual 100, el monto de hoy es igual al promedio de los últimos 60 días, si es mayor 100, el monto de hoy es mayor al promedio de los últimos 60 días y si es menor 100, el monto de hoy es menor al promedio de los últimos 60 días.

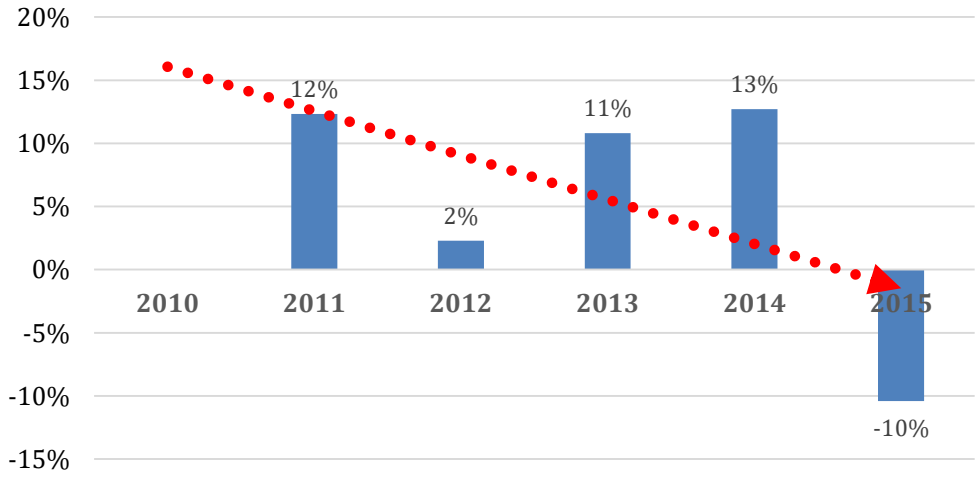
Gráfico 29: Índice de Volumen



Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

Finalmente, la capitalización bursátil, como se muestra en el siguiente gráfico, ha tenido una tendencia negativa llegando en el 2015 a decrecer por primera vez dentro del periodo analizado en un 10% con respecto al año anterior. Siendo el sector financiero uno de los 3 sectores más significativos dentro del mercado de renta variable y siendo afectado en el 2012 por la Ley Orgánica de la redistribución de los ingresos para el gasto social, podemos observar que en el 2012 la capitalización creció en apenas el 2%.

Gráfico 30: Tasa de crecimiento de Capitalización Bursátil



Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques

Con la información presentada podemos concluir que el mercado de valores ecuatoriano ha tenido una contracción y concentración de sus inversiones. Existen varios factores que contribuyen a esto entre ellos, indirectamente ya que llega la afectación a través de la caída

de las calificaciones de riesgo de las empresas que participan en él, las reformas arancelarias y tributarias que se han tomado durante el periodo 2010-2015.

Según lo expuesto en la fundamentación teórica un mercado en general es eficiente cuando este distribuye o coloca los recursos de una forma óptima, es decir que los recursos monetarios en el caso del mercado financiero o de valores, sean dirigidos a aquellos que más los valoran (Woodford. 2002). Al mercado de valores ecuatoriano contraerse, que las empresa tengan caídas en sus calificaciones y que esto las lleve a caer en default o hasta a ser suspendidas, tiene como consecuencia que en el mercado existan menos opciones de inversión atractivas para los inversionistas por lo que el mercado no está siendo eficiente ya que no está canalizando el dinero a las empresas que más lo necesitan y valoran.

Finalmente, la profesora de mercado de valores en la ESPOL, Mariela Méndez, afirma que para que el mercado de valores vuelva a crecer y más empresas participen en él, se necesitan incentivos tributarios coherentes y estables ya que así las empresas no se rehusarían a tener un gobierno corporativo transparente, lo que actualmente ven como una desventaja. Esto no solo ayudaría al mercado de valores sino también al Servicio de Rentas Internas (SRI) ya que la recaudación se vuelve más fácil, por lo que el SRI y el gobierno en general deberían tener al mercado de valores como un aliado.[30]

[30] Méndez, Mariela (2015) Mercado de valores ecuatoriano 2015: Una perspectiva de las limitaciones y oportunidades existentes para su desarrollo. Recuperado de http://www.marielamendezprado.com/2015/07/mercado-de-valores-ecuatoriano-2015-una_24.html [Consultado 21 de septiembre de 2016]

Conclusiones

La presente disertación tiene como objetivo analizar el comportamiento del mercado de valores debido a la caída de calificaciones de riesgo de sus emisores a consecuencia de las reformas arancelarias y tributarias aprobadas en el Ecuador durante el periodo 2010-2015. Para esto se recopilo toda la información necesaria de las reformas arancelarias y tributarias, de los sectores y empresas pertenecientes al mercado de valores y las estadísticas del mercado para así poder analizar su comportamiento.

La presión fiscal del país ha tenido una tendencia creciente durante el periodo 2010-2015 llegando en el último año a tener un valor de 22, lo que significa que el 22% de lo que se produce en el país se va hacia impuestos. El país se encuentra dentro de América Latina en el 6to lugar en lo que respecta a la presión fiscal, estando Uruguay en primer lugar con una presión fiscal en el 2015 de 32,7.

En el periodo 2010-2015 se han aprobado 272 reformas, de ellas, 195 son reformas arancelarias y 77 tributarias, las cuales han afectado en el crecimiento económico a 6 de los 10 sectores que pertenecen al mercado de valores (Industrial, Comercial, Agrícola, Pesca y Maderero, Financiero, Servicios y Construcción).

El decrecimiento de los sectores antes mencionados ha tenido un impacto en las empresas generando pérdidas de USD 87 millones, como se vio en el sector industrial en el 2015, donde existe preocupación por los impuestos como por ejemplo el Impuesto a los consumos especiales (ICE) el cual aumenta el precio del producto final como en el caso de los cigarrillo, o el alza de aranceles de la maquinaria necesarias para la producción. De igual forma el cambio constante de la política tributaria y arancelaria ha creado incertidumbre dentro del subsector textil.

En el sector comercial las empresas dedicadas a la importación y comercialización de vehículos y repuestos son una de los más afectadas por las reformas, sobre todo arancelarias como los cupos de importación y tasa de importación de CKDs, repuestos como llantas y vehículos, etc., ya que hubo un alza generalizada en los precios y sus ventas para el último año cayeron en 32,28%. De igual manera dichas reformas han provocado un aumento de hasta el 400% en el precio de los productos importados como en el caso de los licores. El sector de la construcción, a pesar que su contracción tiene como antecedente principal la disminución del gasto gubernamental, las reformas arancelarias y tributaras también ha afectado sus precios y sus ventas. De acuerdo al IPCO, los precios de construcción han aumentado para el 2015 en un 2,65% y las ventas en el sector vivienda por ejemplo disminuyeron en un 35%. Ambos sectores han tomado la decisión de presentar propuesta para que se les exonere del pago del anticipo al impuesto a la renta.

Por otro lado, el sector financiero se ha visto afectado por la desaceleración y caída del crecimiento de los otros sectores de la economía. Dentro del sector hubo un aumento en la morosidad, llegando en diciembre del 2015 a 7,35% y al mismo tiempo una disminución en los depósitos a plazo y a la vista. Dicha situación generó mayor riesgo, el cual fue mitigado por el sector a través de la restricción/reducción de su cartera de crédito. De igual forma el sector de servicios se ve afectado por la desaceleración de los otros sectores. A diferencia del resto de sectores, el sector agrícola, pesquero y maderero se ha visto beneficiado con la exoneración de impuestos y eliminación de sobretasas arancelarias. Sin embargo el constante cambio ha generado incertidumbre en el entorno que dicho sector se desarrolla.

Las calificaciones de riesgo se han visto afectadas por la situación de las empresas y sus sectores debido a que no solo los ingresos y costos de las empresas se han visto afectados si no que el riesgo sistémico de ellas ha aumentado. Para el 2015 el 34,17% de las empresas que participan en el mercado de valores tuvieron una caída en las calificaciones de riesgo. El 50% de las empresas dedicadas a la construcción tuvieron una caída en sus calificaciones, seguida de las empresas de los sectores agrícolas (46,15%), servicios (42,31%), industrial (40,58%) y comercial (34,09%).

La afectación de las empresas pertenecientes a cada sector de la economía se ha visto reflejado en la caída de las calificaciones de riesgo de cada una de ellas por lo que es este el canal de transmisión de las reformas arancelarias y tributarias aprobadas en el Ecuador en el periodo 2010-2015 hacia el mercado de valores. Dicha caída de calificaciones de riesgo afecta al mercado de valores, como se vio teórica y empíricamente, y lo vuele menos eficiente y más riesgoso ya que hay menos opciones de inversión y por lo tanto menos diversidad.

La caída de las calificaciones ha generado que algunas empresas caigan en default, hasta el 2014 no existía tal problema, sin embargo para el año 2015, el 9% de los emisores vigentes (25 empresas) se retrasaron en los pagos de sus obligaciones con los inversionistas y se resolvieron los atrasos mediante asamblea de obligacionistas. Sin embargo 9 de ellas fueron suspendidas por la Superintendencia de Compañías debido a la continuidad de atrasos en los pagos.

El mercado de valores ecuatoriano ha llegado a tener negociaciones del 7,5% del PIB en el 2014 y su contracción más grande, llegando a negociar un monto como porcentaje del PIB de 3,9% en el 2013. El mercado de valores del país, enfoca sus negociaciones en el mercado de renta fija, donde se negocian obligaciones y papel comercial de las empresas privadas del país.

En deudas del sector público, las inversiones están enfocadas en los Certificados de Inversión, Certificados de Tesorería y en los Bonos del Estado. Estos últimos, en el 2015, tuvieron una caída del 5,50% con respecto al 2014 y en los certificados de tesorería, en el 2014 tuvieron un crecimiento del 947,3% con respecto al año anterior pero para el 2015 cayeron las negociaciones de este título en un 14,32%.Dentro del mercado de renta fija en el

año 2015, los títulos valores que mayor caída tuvieron en los niveles de negociación son los reportos (-82,71%), titularizaciones (-80,48%), certificados de depósito (39,29%), obligaciones (33,69%) y papel comercial (-20,04%). El desplome de los niveles de inversión en los títulos antes mencionados contrajo los niveles de inversión totales en el mercado de valores, llegando en el 2015 a niveles del 2010 representando una caída del 33,10% con respecto a niveles del 2014.

En el mercado de renta variable, el Ecuindex, a lo largo del período 2010 – 2014 tuvo un crecimiento constante hasta finales del mismo año que comenzó a descender, llegando en diciembre del 2015 a caer en 6,26% con respecto al mismo mes del 2014. Esto como consecuencia de que dichas empresas dedicadas a los sectores de servicios, industrial y financiero que fueron afectadas por las reformas arancelarias y tributarias, tuvieron una caída en el precio de sus acciones. Los precios de las acciones más afectadas han sido la de la Corporación Favorita que se llegó a negociar a $2.00 en el 2015, lo que representa una caída del 54% con respecto al precio de la acción en el 2010, los precios de las acciones de los bancos Pichincha, Produbanco y Guayaquil cayeron de igual forma 50%, 58% y 81% respectivamente.

Finalmente, el mercado de valores ecuatoriano se volvió menos diversificado ya que como se mencionó anteriormente existen menos opciones de inversión, menos eficiente debido a que no está colocando los recursos en los emisores que más lo necesitan y valoran porque las inversiones se concentran en pocas empresas dejando de lado al resto de emisores. Y por último el mercado se vuelve más riesgoso ya que las inversiones se están concentrando en 5 tipos de títulos y en aquellas empresas con calificación alta (“AAA”) volviendo así más difícil la obtención de recursos para el resto de emisores.

Recomendaciones

Esta investigación ha expuesto el comportamiento del mercado de valores ante la caída de las calificaciones de riesgo de sus emisores como consecuencia de las reformas arancelarias y tributarias que se han aprobado en el país durante los años 2010-2015. Se planteó que el mecanismo de transmisión del efecto de dichas reformas sobre el mercado de valores son las caídas de calificaciones de riesgo, la caída en impago, la suspensión por atraso en los pagos constantemente y la caída de los precios de las acciones de las empresas que participan en el mercado de valores como consecuencia de la afectación en sus ventas e ingresos.

Para poder disminuir el decrecimiento de los sectores afectados por las reformas arancelarias y tributarias, el sector privado y las autoridades deberían debatir sobre la eliminación de reformas, disminución de aranceles o que exista una moratoria jurídica, es decir que ya no existan cambios normativos para poder así llegar a un consenso en el que permita a las empresas y sus sectores crecer y al Estado obtener los recursos necesarios para su funcionamiento.

Los acuerdos antes mencionados podrían ser la eliminación del anticipo al impuesto a la renta ya que este impuesto le quita liquidez a la empresa porque no grava a la utilidad generada si no que a los activos, ingresos, patrimonio y gastos. Esta propuesta está siendo efectuada por el sector automotriz y de construcción. También se pude plantear la disminución paulatina de los aranceles, para que así el aumento del costo del producto que es trasferido al consumidor disminuya y las ventas de la empresa vayan aumentando nuevamente, etc. Estos acuerdos ayudarían a que las calificaciones de riego de las empresas mejoren al igual que los atrasos en los pagos de las obligaciones debido a que no solo los índices de liquidez, rentabilidad, morosidad, etc. de las mismas mejorarían sino también existiría menos incertidumbre logrando que el riesgo sistemático disminuya.

Otra recomendación, como se dijo anteriormente, es la moratoria jurídica, puesto que le daría estabilidad a las empresas para que creen estrategias y planes a largo plazo para así poder mejorar todos los índices antes mencionados. Esto debido a que si constantemente se sigue cambiando la normativa no va a existir confianza por parte de las empresas para invertir o aplicar estrategias a largo plazo que les permita crecer.

Con la mejora en las calificaciones de riesgo y la disminución de los atrasos en los pagos, el Mercado de Valores tendría una mejora en sus niveles de negociación ya que existirían más opciones de inversión lo que hace al mercado más competitivo y menos riesgoso. También se empezaría a invertir más en otro tipo de valores a largo plazo como obligaciones y ya no solo en el papel comercial. Los precios de las acciones se mantendrían o mejorarían ya que existiría confianza en las empresas porque estas están mejorando todos sus índices.

Sin embargo, se debe seguir investigando que tanto afecta al mercado de valores las reformas tributarias y arancelarias, es decir encontrar el coeficiente de afectación entre las reformas arancelarias y tributarias y las empresas participantes del mercado de valores, para posteriormente hallar el coeficiente entre estas y el mercado de valores ecuatoriano. Al obtener ambos coeficientes de afectación se podrá tener una mayor percepción de la afectación de dichas reformas en ambas variables. Esto permitirá que se haga un mayor análisis al tomar decisiones macroeconómicas y que no solo se tomen en cuenta las variables que se afectan directamente sino también las que se afectan indirectamente.

Finalmente, se debería dar la importancia que corresponde al mercado de valores en el Ecuador y no dejarlo a un lado cuando se trate de la toma de decisiones macroeconómicas o de analizar la economía del país ya que el mercado de valores internacionalmente es visto como un indicador de cómo está la economía en un país. Además se debe investigar porque las empresas dentro del país no se sienten atraídas por el mercado de valores para que así este crezca y todos sus participantes y el mismo mercado se beneficie.

Referencias Bibliográficas

Abad, Pilar y Robles, Dolores (s.f.) *Contenido informativo de los cambios de rating en el mercado de valores español.* España.

Abad, Pilar y Robles, Dolores (2013) *¿Reflejan los cambios de rating de la deuda variaciones en el riesgo de los emisores?* España: Elsevier España, S.L.U

Adam Siade, Juan Alberto (2009) *Mercado de Capitales.* En Análisis Bursátil. México.

Albuja, Ivonne (2013). *Integración del mercado de valores en Ecuador, factibilidad del proyecto.*

Alonso, Julio y Berggrun, Luis (2015) El riesgo. En Introducción al análisis de riesgo financiero. Bogotá: Ecoe Ediciones.

Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (s.f). Sector en Cifras. Recuperado de: https://sites.google.com/site/aeadeecuador/sector-en-cifras [Consultado: 16 de septiembre 2016]

Asociación de Industriales Textiles del Ecuador (2015) Más de 100 mil empleos en riesgo por comercio ilícito en el sector textil. Recuperado de: http://www.aite.com.ec/boletines/2015/al-pais.pdf. [Consultado: 6 de febrero 2017]

Banco de la República de Colombia (2006). *El papel del gobierno y la política fiscal*. Recuperado de: http://www.banrep.gov.co/docum/Lectura_finanzas/pdf/guia3_el_papel_del_gobierno.pdf. [Consultado: 18 de octubre 2015]

Banco Central del Ecuador (s.f.). Cuentas Nacionales. Recuperado de: https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/763 [Consultado: 11 de septiembre 2016]

Banco Mundial (2014) *Doing Business 2015: Going Beyond Efficiency. Washington, DC*: World Bank Group. DOI: 10.1596/978-1-4648-0351-2. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO

Bankwatch Ratings (2016) *Análisis del Sector Eléctrico*. En Informe de calificación de riesgo: Intervisatrade S.A. Ecuador

Bankwatch Ratings (2016) *Entorno Macroeconómico y Riesgo de la Industria*. En Informe de calificación de riesgo: AGRIPAC S.A. Ecuador

Bolsa de Valores de Guayaquil (s.f.) Estadísticas. Recuperado de: http://www.bolsadevaloresguayaquil.com. [Consultado: 8 de octubre 2015]

Bolsa de Valores de Quito (s.f) Estadísticas. Recuperado de: http://www.bolsadequito.info. [Consultado: 8 de octubre 2015]

Boyes, William J. (1984) Macroeconomics, The Dynamics of Theory and Policy. Estados Unidos: South-Western Publishing Company.

Burguess, S. y Mawson, D. (2003) "*Aggregate Growth and the Efficiency of Labour Reallocation,"* CEP Discussion Papers, Paper No: CEPDP 0580.

Carrera, Jaime (2011) *Políticas económicas para el mercado de valores*. En Inventario: Bolsa de Valores de Quito 2010-2011. Ecuador: Bolsa de Valores de Quito

Case, Karl E., et. Al. (2012) *Principios de Microeconomía*. México: Pearson Educación.

Castro, Jorge (2007) Los efectos de la política de liberización del comercio exterior en el Perú durante el periodo 1990-1994. Perú.

Centro de Estudios Fiscales (s.f) *Presión Fiscal*. En Indicadores. Recuperado de: https://cef.sri.gob.ec/mod/page/view.php?id=11066 [Consultado: 06 de febrero 2017]

Class Internacional Ratings (2016) Informe de calificación de riesgo, emisión de obligaciones de largo plazo – Industrias Ales C.A. Ecuador

Class Internacional Ratings (2015) Informe de Calificación de riesgo, emisión de obligaciones – Segundo Eloy Corrales e Hijos SECOHI CIA. LTDA. Ecuador

Class International Ratings (2016) Informe de calificación de riesgo emisión de obligaciones TECNIFERTPAC S.A. Ecuador

Comité para el Desarrollo Económico (1947) *Los impuestos y el presupuesto: un programa para la prosperidad en una economía libre*. En The American Economic Association (1952). Lecturas sobre Política Fiscal. Madrid: Arthur Smithies y J. Keith Butters.

Codificación de resoluciones del consejo nacional de valores (2015) Capitulo III: Calificadoras de Riesgo. Art. 21. Ecuador.

Consultora TNK Economics (2015) *Informe macroeconómico mensual: diciembre 2015.* Ecuador.

Cruz, Juan; Villarreal, Julio y Rosillo, Jorge (s.f.) *Visión general y metodologías para la valoración de empresas*. En Finanzas Corporativas. Colombia: Thomson Editores S.A.

Diario El Comercio (2016) 9 251 *Empresas registraron pérdidas en el 2015*. Recuperado de http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-empresas- perdidas-economia-produccion.html [Consultado: 18 de septiembre de 2016]

Diario El Comercio (2015) *Arancel del 45% para alimentos importados*. Recuperado de http://www.elcomercio.com/actualidad/arancel-alimentos-importados-ecuador-balanzadepagos.html [Consultado 18 de septiembre de 2016]

Diario El Universo (2012) *Mercado de Insumos agrícolas*. Recuperado de http://www.eluniverso.com/2012/02/18/1/1416/mercado-insumos-agricolas.html [Consultado: 18 de septiembre de 2016]

Dimson, Elroy y Mussavian Massoud (2000). *Market Efficiency*. Spellbound Publications. The Current State of Business Disciplines. Vol.3, PP. 959-970.

Fabozzi, Modigliani, Jones (2010) *Foundations of Financial Markets and Institutions*. México: Prentice-Hall Inc.

Formosa, Ingrid. (2008). *Measuring Market Efficiency*: A Comparative Study. Bank of Valletta Review, No. 38, Otoño 2008, Malta.

Fama, Eugene (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, 25, pp. 383-417, Estados Unidos.

Groves, Harold (1972) *Recaudación pública: Distribución de gravámenes del gobierno*. En Finanzas Públicas (29-70). México D.F.: Trillas.

Guía del inversionista bursátil (2000) La bolsa de Valores en Quito. Ecuador

Instituto Nacional de Estadistica y Censo (2016) IPCO: *Índices de Precios de Materiales, Equipo y Maquinaria de la Construcción Diciembre 2016 Boletín No. 201*. Ecuador.

Krugman, Paul y Wells, Robin (2006) *Impuestos*. En Introducción a la Economía, Microeconomía. PP. 482-493

Leftwich, R.H., Eckert, R.D. (1995) Sistema de Precios y Asignación de Recursos. México: Interamericana 1987.

Lehmann, Michael (1996) *The Stock Market. En The Irwin Guide to Using The Wall Street Journal*. Nueva York: McGraw-Hill.

Levy, D. (2007) Price Rigidity and Flexibility: Recent Theoretical Developments, MPRA Paper, No.2761, Alemania.

Ley de Mercado de Valores (2014). Del objeto y ámbito de aplicación de la ley**.** Ecuador.

LEXIS (REGISTROS OFICIALES) http://www.silec.com.ec/Webtools/LexisFinder/Search/RegistroOficial/RegistroOficialBiblioteca.aspx

López, Carlos (2011) Importancia de los mercados organizados en el crecimiento económico de los países. En Inventario: Bolsa de Valores de Quito 2010-2011. Ecuador: Bolsa de Valores de Quito.

Madura, Jeff (2001) Mercados e Instituciones Financieros. Mexico: International Thomson Editores, S.A.

Marín, José; Montiel, Eduardo y Ketelhöhn, Niels (2014) *Riesgo, retorno y tasas de descuento*. En Evaluación de inversiones estratégicas. Bogotá: Ediciones de la U.

Mishkin, Frederic S. (2014) Moneda, banca y mercados financieros. Pearson Educación México.

Ministerio de Comercio Exterior (s.f.) Resoluciones. Recuperado de: http://www.comercioexterior.gob.ec/resoluciones-2014/ [Consultado: 9 de septiembre 2016]

Ministerio Coordinador de Producción Empleo y Competitividad (s.f.) COMEXI. Recuperado de: http://www.produccion.gob.ec/comexi-2/ [Consultado: 29 de julio 2016]

Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca (2015) *La Política Agropecuaria Ecuatoriana: Hacia el desarrollo territorial rural sostenible 2015- 2025* I Parte. Ecuador

Ochoa, Leonardo (2014).*Análisis de la Eficiencia del Mercado de Valores Ecuatoriano en el Periodo 2002 – 2013.* PUCE, Ecuador.

Pacific Credit Ratings (2015). Emisión de Obligaciones – Construcciones y Servicios de Minería Consermin S.A. Ecuador.

Pacific Credit Ratings (2016) Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS). Ecuador

Pacific Credit Ratings (2015) Informe Sectorial, Ecuador: Sector Bancario. Ecuador

Prescott, Jeremy (1992) *Cómo asegurar la supervivencia de su empresa*. España: Ediciones Deusto, S.A.

Rahnema, Ahmad (2007) *Gestión de Riesgo*. En Finanzas Internacionales. España: Planeta DeAgostini Profesionales y Formación, S.L.

Roldán, Antonio (2006). *El mercado de capitales*. Recuperado de: http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/cuadernos_formacion /05_2008/Colab_10_08.pdf. [Consultado: 8 de octubre 2015]

Salloum, Carlos y Vigier, Hernán (1995) *Los problemas del financiamiento de la pequeña y mediana empresa: la relación bancos – PYMES*. Bahía Blanca: Estudios económicos.

Serrano, Javier (1990) *Mercados monetarios y de capitales*: El sistema financiero colombiano, Mercado financieros internacionales. Colombia: Una empresa Docente.

Servicio de Rentas Internas (s.n) ¿Qué son las PYMES? Recuperado de http://www.sri.gob.ec/de/32. [Consultado: 6 de octubre 2016]

Stiglitz, Joseph (1998) *Los Impuestos*. En La Economía del Sector Público (427-715). Barcelona: LiberDuplex

Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericano (2015) Actualización a la calificación de riesgo de la segunda emisión de obligaciones de Ferremundo S.A. Ecuador.

Superintendencia de Compañías y Valores. Recuperado de: http://www.supercias.gob.ec. [Consultado: 8 de octubre 2015]

Transacciones Sociedad de Bolsa S.A. (2013). *Instrumentos del Mercado de Capitales principales conceptos*. [Consultado: 8 de octubre 2015]

Woodford, M. D. (2002) *Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy*. Economic Policy Review, Vol. 8(1): 85-94.

Zoido, Antonio (2011) *Importancia de los mercados organizados en el crecimiento económico de los países*. En Inventario: Bolsa de Valores de Quito 2010-2011. Ecuador: Bolsa de Valores de Quito.

Anexos

Anexo A: Sectores de la economía que conforman el PIB

INDUSTRIAS	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Agricultura, silvicultura y pesca	8,8%	8,8%	8,4%	8,5%	8,6%	8,9%
Explotación de minas y canteras	10,5%	10,1%	9,8%	9,6%	9,8%	9,6%
Industrias Manufactureras	13,7%	13,6%	13,4%	13,0%	12,5%	12,3%
Generación, captación y distribución de energía eléctrica	1,2%	1,5%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%
Captación, depuración y distribución de agua; y saneamiento	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Construcción	8,2%	9,0%	9,5%	9,8%	10,1%	9,9%
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de los vehículos de motor y de las motocicletas	10,4%	10,2%	10,1%	10,3%	10,3%	10,2%
Alojamiento y servicios de comida	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%
Transporte y almacenamiento	6,6%	6,4%	6,5%	6,8%	6,8%	6,7%
Comunicaciones e información	3,2%	3,4%	3,5%	3,5%	3,7%	3,6%
Actividades financieras y de seguros	2,8%	2,9%	3,2%	3,0%	3,3%	3,3%
Actividades inmobiliarias	5,7%	5,5%	5,2%	5,1%	5,1%	5,1%
Actividades profesionales, técnicas y administrativas	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%	6,3%
Administración pública, defensa; planes de seguridad social obligatoria	5,9%	6,0%	6,1%	6,3%	6,3%	6,4%
Enseñanza	5,6%	5,3%	5,2%	4,9%	4,8%	5,1%
Servicios sociales y relacionados con la salud humana	2,9%	3,0%	3,2%	3,2%	3,1%	3,5%
Entretenimiento, recreación y otras actividades de servicios	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Hogares privados con servicio doméstico	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Otros elementos del PIB	3,9%	4,1%	4,1%	3,9%	3,5%	3,1%
TOTAL PIB	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

Anexo B: Cantidad de reformas Tributarias tomadas en el periodo 2010 – 2015, clasificadas por sector de la economía.

SECTOR	# REFORMAS
TODOS	17
INDUSTRIAL	5
COMERCIAL	34
ENERGIA Y MINAS	1
SERVICIOS	2
AGRICOLA	5
FINANCIERO	2
Total Sectores	**66**
P. NATURALES	11
TOTAL REFORMAS	**77**

Anexo C: Reformas tributarias tomadas en el periodo 2010-2015 en el Ecuador[31]

2010	
	Enero
15-ene	Exención de impuesto de salida de divisas a transferencias menores a $1000 (tarjeta de crédito y débito no)
23-ene	El SRI deberá otorgar un cupo anual a los productores para la utilización de alcohol exento de ICE
	febrero
4-feb	Las instituciones cobradoras en el sistema de cobros interbancarios administrado por el BCE serán agentes de retención del impuesto a la renta del 2% por las transacciones realizadas en el sistema de cobros interbancarios
	marzo
26-mar	Se establece como precio mínimo de la cajetilla de cigarrillos de 20u a $1,60 y la de 10u a 0,80 centavos (marca líder)
31-mar	los sujetos pasivos que publiquen periódicos y/o revistas en la primera fase de comercialización de estos productos a sus distribuidores además de percibir el IVA por la venta, retendrán al distribuidor el 100% del IVA
	abril
29-abr	Se establece como precio mínimo de la cajetilla de cigarrillos de 20u a $1,70 y la de 10u a 0,85 centavos (marca líder) (ICE)
	agosto
6-ago	Reducir el valor del anticipo al Impuesto a la Renta del periodo fiscal 2010, a las ESTACIONES DE SERVICIO DE COMBUSTIBLES en el segmento automotor.
20-ago	Para el caso de la transferencia de bienes, prestación de servicios u otras transacciones gravadas con tributos, efectuadas por personas naturales no obligadas a llevar contabilidad, la obligación de emitir comprobantes de venta se origina a partir de aquellas transacciones superiores a USD 4,00 (si el adquirente quiere se le debe dar no importa el valor) Al final de las operaciones de cada día deberán emitir una factura resumen por el monto total de las transacciones inferiores o iguales a USD 4,00.
	Para el caso de la transferencia de bienes, prestación de servicios u otras transacciones gravadas con tributos, efectuadas por personas naturales inscritas en el Régimen Impositivo Simplificado, la obligación de emitir comprobantes de venta se origina a partir de aquellas transacciones superiores a USD 12,00 (si el adquirente quiere se le debe dar no importa el valor). Al final de las operaciones de cada día deberán emitir una nota de venta resumen por el monto total de las transacciones inferiores o iguales a USD 12,00
	septiembre
27-sept	Se establece como precio mínimo de la cajetilla de cigarrillos de 20u a $1,70 y la de 10u a 0,85 centavos (marca líder) (ICE)
	octubre
15-oct	Las sociedades y fideicomisos que distribuyan dividendos o beneficios en favor de personas naturales residentes en el Ecuador, consignarán en el comprobante de retención el valor del impuesto a la renta pagado por la sociedad o fideicomiso correspondiente al dividendo o beneficio sobre el cual se está efectuando la retención.
	diciembre
24-dic	Tablas de cuotas RISE actualizadas al 30 de noviembre de 2010.
	Precios referenciales para el cálculo de la base imponible de Impuesto a los Consumos Especiales (ICE) de perfumes y aguas de tocador, comercializados a través de la modalidad de venta directa; mismos que deberán calcularse, por cada producto, incrementando al precio ex-aduana -en el caso de bienes importados- y, a los costos totales de producción -para el caso de bienes de fabricación nacional.
30-dic	Para la liquidación del impuesto a la renta de las personas naturales y sucesiones indivisas correspondientes al ejercicio económico 2011, mismos que regirán para los ingresos percibidos por personas naturales y sucesiones indivisas, a partir del 1 de enero del 2011

[31] Tomadas de los Registros oficiales del periodo (2010 – 2015) en LEXIS (REGISTROS OFICIALES) http://www.silec.com.ec/Webtools/LexisFinder/Search/RegistroOficial/RegistroOficialBiblioteca.aspx

	Para la liquidación del impuesto a la renta sobre ingresos provenientes de herencias, legados y donaciones correspondientes al ejercicio económico 2011, se regirán para los ingresos provenientes de herencias, legados y donaciones, a partir del 1 de enero del 2011

2011	
	enero
18-ene	Expedir los coeficientes de estimación presuntiva de carácter general, por ramas de actividad económica, para el ejercicio fiscal 2011. (se aplicarán multiplicándolos por los rubros totales de activos, ingresos, costos y gastos, según corresponda, y de estos resultados se escogerá el mayor, sobre la que se aplicará la tarifa correspondiente del impuesto a la renta)
	abril
29-abr	Incluir en la "Tabla de precios referenciales para el cálculo de la base imponible del impuesto a los consumos especiales, ice, de bebidas alcohólicas importadas
	junio
28-jun	Sustituir la "Tabla de precios referenciales para el cálculo de la base imponible del impuesto a los consumos especiales, ice, de bebidas alcohólicas importadas"
	agosto
31-ago	Incluir en la “Tabla de precios referenciales para el cálculo de la base imponible del impuesto a los consumos especiales, ice, de bebidas alcohólicas importadas”
	septiembre
2-sept	Disponer que los sujetos pasivos del impuesto a la salida de divisas que abandonen el país portando en efectivo más de una fracción básica desgravada de impuesto a la renta de personas naturales, o su equivalente en moneda extranjera
	octubre
31-oct	Incluir en la “Tabla de precios referenciales para el cálculo de la base imponible del impuesto a los consumos especiales, ice, de bebidas alcohólicas importadas
	Se establece como precio mínimo de la cajetilla de cigarrillos de 20u a $2 y la de 10u a $1 (marca líder) (ICE)
	diciembre
28-dic	Para la liquidación del impuesto a la renta de las personas naturales y sucesiones indivisas correspondientes al ejercicio económico 2012, se modifican los valores de la tabla vigente para el ejercicio económico 2011, en base a la variación anual del índice de Precios al Consumidor de Área Urbana dictado por el INEC al 30 de noviembre del 2011.
	Para la liquidación del impuesto a la renta sobre ingresos provenientes de herencias, legados y donaciones correspondientes al ejercicio económico 2012, se modifican los valores de la tabla vigente para el ejercicio económico 2011, en base a la variación anual del índice de Precios al Consumidor de Área Urbana dictado por el INEC al 30 de noviembre del 2011.
30-dic	Establecer precios referenciales para el cálculo de la base imponible de ICE de perfumes y aguas de tocador, comercializados a través de la modalidad de venta directa; mismos que deberán calcularse, por cada producto, incrementando al precio ex aduana -en el caso de bienes importados- y, a los costos totales de producción -para el caso de bienes de fabricación nacional
	Establecer la tarifa específica por litro de alcohol puro, aplicable para el cálculo del Impuesto a los Consumos Especiales de bebidas alcohólicas, incluida la cerveza, vigente a partir de enero del 2012, es de USD 6,08.
	Establecer la tarifa específica por unidad, aplicable para el cálculo del Impuesto a los Consumos Especiales de cigarrillos, vigente a partir de enero del 2012, en USD 0,082
	En caso de que proceda la determinación presuntiva por parte del sujeto activo del ICE para los servicios de casinos y juegos de azar, la Administración Tributaria, tomará como referencia los siguientes montos, como mínimos mensuales para el pago del impuesto a los consumos especiales

2012	
	enero
30-ene	Expedir los coeficientes de estimación presuntiva de carácter general, por ramas de actividad económica, para el ejercicio fiscal 2012.

	mayo
30-may	Establecer el listado de materias primas, insumos y bienes de capital, por cuyas importaciones, realizadas con la finalidad de ser incorporados en procesos productivos, se genere y pague el Impuesto a la Salida de Divisas que, a su vez, podrá ser utilizado como crédito tributario, que se aplicará para el pago del impuesto a la renta del propio contribuyente, por cinco ejercicios fiscales, de conformidad con la normativa tributaria vigente.
	junio
26-jun	La tarifa específica por unidad de cigarrillo, para el cálculo del Impuesto a los Consumos Especiales (ICE), que se aplicará a partir del 01 de julio de 2012. Es de USD 0,0810.
	diciembre
26-dic	La tarifa específica por litro de alcohol puro, para el cálculo del Impuesto a los Consumos Especiales de bebidas alcohólicas, incluida la cerveza, que se aplicará a partir del 1ro de enero de 2013, es de USD 6,93.
	Establecer precios referenciales para el cálculo de la base imponible de ICE de perfumes y aguas de tocador, comercializados a través de la modalidad de venta directa; mismos que deberán calcularse, por cada producto, incrementando al precio ex aduana y, a los costos totales de producción, los porcentajes determinados
	La tarifa específica por unidad de cigarrillo, para el cálculo del ICE, que se aplicará a partir del 1 de enero de 2013, será de USD 0,0810
	Para la liquidación del impuesto a la renta de las personas naturales y sucesiones indivisas correspondientes al ejercicio económico 2013, se modifican los valores de la tabla vigente para el ejercicio económico 2012, en base a la variación anual del Índice de Precios al Consumidor de Área Urbana dictado por el INEC al 30 de noviembre de 2012.
	Para la liquidación del impuesto a la renta sobre ingresos provenientes de herencias, legados y donaciones correspondientes al ejercicio económico 2013, se modifican los valores de la tabla vigente para el ejercicio económico 2012, en base a la variación anual del Índice de Precios al Consumidor de Área Urbana dictado por el INEC al 30 de noviembre de 2012.

	2013
	enero
8-ene	Expedir los coeficientes de estimación presuntiva de carácter general, por ramas de actividad económica, para el ejercicio fiscal 2013.
	febrero
13-feb	Reformar el listado de materias primas, insumos y bienes de capital Los ítems incorporados en la presente Resolución serán considerados para el período fiscal 2013 (Reglamento para la Aplicación del Impuesto a la Salida de Divisas)
	junio
14-jun	Disminuir el porcentaje del 3% establecido en la Ley de Régimen Tributario Interno de los ingresos gravables del ejercicio anterior como anticipo mínimo
25-jun	Los sujetos pasivos del Impuesto a los Activos en el Exterior, es decir tanto las entidades privadas reguladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, como las reguladas por las Intendencias del Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías, para efectos de determinar la tarifa mensual del 0,25% o 0.35% del Impuesto se debe basar en la determinación de la base imponible.
	La tarifa específica por unidad de cigarrillo, para el cálculo del Impuesto a los Consumos Especiales (ICE), que se aplicará a partir del 1 de julio de 2013, será de USD 0,0862.
	septiembre
24-sept	Para efectos de establecer la base imponible del Impuesto a los Consumos Especiales (ICE) de bebidas alcohólicas, incluida la cerveza, se ajusta el valor del precio ex fábrica a USD 4,10.
	diciembre
18-dic	Para la liquidación del impuesto a la renta de las personas naturales y sucesiones indivisas correspondientes al ejercicio económico 2014, se modifican los valores de la tabla vigente para el ejercicio económico 2013, a base de la variación anual del Índice de Precios al Consumidor de Área Urbana dictado por el INEC al 30 de noviembre de 2013

	Para la liquidación del impuesto a la renta sobre ingresos provenientes de herencias, legados y donaciones correspondientes al ejercicio económico 2014, se modifican los valores de la tabla vigente para el ejercicio económico 2013, a base de la variación anual del Índice de Precios al Consumidor de Área Urbana dictado por el INEC al 30 de noviembre de 2013.
	Expedir las Tablas de cuotas RISE actualizadas al 30 de noviembre de 2013
	Para efectos de establecer la base imponible del Impuesto a los Consumos Especiales (ICE) de bebidas alcohólicas, incluida la cerveza, se establece el valor del precio ex fábrica, USD 4,10
19-dic	La tarifa específica por litro de alcohol puro, para el cálculo del Impuesto a los Consumos Especiales de bebidas alcohólicas, incluida la cerveza, que se aplicará a partir del 1ro de enero de 2014, USD 6,93.
	La tarifa específica por unidad de cigarrillo, para el cálculo del Impuesto a los Consumos Especiales (ICE), que se aplicará a partir del 1 de enero de 2014, será de USD 0,0862.
20-dic	Establecer precios referenciales para el cálculo de la base imponible de Impuesto a los Consumos Especiales (ICE) de perfumes y aguas de tocador, comercializados a través de la modalidad de venta directa; mismos que deberán calcularse, por cada producto, incrementando al precio ex aduana - en el caso de bienes importados - y, a los costos totales de producción - para el caso de bienes de fabricación nacional

2014	
	enero
24-ene	Rectificar los valores correspondientes a la tabla para la liquidación del impuesto a la renta sobre ingresos provenientes de herencias, legados y donaciones correspondientes al ejercicio económico 2014
	febrero
21-feb	Expedir los COEFICIENTES DE ESTIMACIÓN PRESUNTIVA DE CARÁCTER GENERAL, POR RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA, PARA EL EJERCICIO FISCAL 2014.
	junio
30-jun	La tarifa específica por unidad de cigarrillo, para el cálculo del Impuesto a los Consumos Especiales (ICE), que se aplicará a partir del 1 de julio de 2014, será de USD 0,0925.
	septiembre
10-sept	Exonérese del pago del cien por ciento (100%) del valor del saldo del anticipo al impuesto a la renta correspondiente al período fiscal 2014, al sector productor de palma que, a la fecha de suscripción del presente Decreto Ejecutivo, registre en el Registro Único de Contribuyentes (RUC), su domicilio o mantenga establecimientos comerciales en la provincia de Esmeraldas.
	octubre
2-oct	Expedir los porcentajes de retención en la fuente de impuesto a la renta (0%, 1%, 2%, 8% y 10%)
	diciembre
31-dic	Establecer los precios referenciales para el cálculo de la base imponible de impuesto a los consumos especiales (ICE) de perfumes y aguas de tocador, comercializados a través de la modalidad de venta directa; mismos que deberán calcularse por cada producto, incrementando al precio ex aduana - en el caso de bienes importados - y, a los costos totales de producción - para el caso de bienes de fabricación nacional.
	Para efectos de establecer la base imponible del impuesto a los consumos especiales (ICE) de bebidas alcohólicas, incluida la cerveza, se establece el valor del precio ex fábrica, a USD 4,20.
	La tarifa específica por litro de alcohol puro, para el cálculo del impuesto a los consumos especiales de bebidas alcoholices, incluida la cerveza, que se aplicará a partir del 01 de enero de 2015, es de USD 7,10.

2015	
	enero
5-ene	Actualizar los rangos de las tablas establecidas para liquidar el impuesto a la renta de las personas naturales y de las sucesiones indivisas y del impuesto proveniente de las herencias, legados y donación

	febrero
28-feb	Expedir los coeficientes de carácter general para la determinación presuntiva de impuesto a la renta por ramas de actividad económica, para el ejercicio fiscal 2015
	abril
6-abr	Fijar los porcentajes de retención de impuesto al valor agregado
9-abr	Se exonera del pago del cien por ciento (100%) del valor del anticipo al impuesto a la renta del período fiscal 2014, al sector distribuidor de cigarrillos y productos de tabaco.
	Exonérese del pago del cien por ciento (100%) del anticipo al impuesto a la renta correspondiente al periodo fiscal 2015, al sector productor y exportador de flores.
	Exonérese del pago del cien por ciento (100%) del anticipo al impuesto a la renta correspondiente al periodo fiscal 2015, al sector atunero, subsector de empresas exportadoras y armadores de atún.
20-abr	Exonérese del pago del cien por ciento (100%) del anticipo al impuesto a la renta correspondiente al período fiscal 2015, al sector productor y extractor de palma.
	julio
1-jul	La tarifa específica por unidad de cigarrillo, para el cálculo del impuesto a los consumos especiales (ICE), que se aplicará a partir del 1 de julio de 2015, será de USD 0,1324.
11-jul	Exonerase del pago del cien por ciento (100%) del anticipo del impuesto a la renta, correspondiente al período fiscal 2015, a las empresas dedicadas exclusivamente al procesamiento y exportación de café soluble.
	agosto
21-ago	Exonerar del pago del cien por ciento (100%) del valor del anticipo al impuesto a la renta del período fiscal 2012, al sector distribuidor de cigarrillos y productos de tabaco.
	septiembre
8-sept	Exonérese del pago del cien por ciento (100%) del anticipo al impuesto a la renta correspondiente al período fiscal 2015, al sector productor de café y empresas dedicadas exclusivamente a la exportación de café en grano, tostado y molido
	Exonerar del pago del cien por ciento (100%) del valor del anticipo al impuesto a la renta del período fiscal 2015, al sector de transporte de carga pesada de la provincia del Carchi.
10-sept	Exonerar del pago del cien por ciento (100%) del valor del anticipo al impuesto a la renta del período fiscal 2015, al sector de comercio de la provincia del Carchi
	octubre
29-oct	Exonérese del pago del cien por ciento (100%) del anticipo al impuesto a la renta correspondiente al período iscal 2015, a los contribuyentes de la provincia del Carchi que se dediquen a las actividades de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca.
	diciembre
28-dic	Establecer la base imponible del Impuesto a los Consumos Especiales (ICE) de bebidas alcohólicas, incluida la cerveza, aplicable para el año 2016
	Establecer los precios referenciales para el cálculo de la base imponible de impuesto a los consumos especiales (ICE) de perfumes y aguas de tocador, comercializados a través de la modalidad de venta directa; mismos que deberán calcularse por cada producto, incrementando al precio ex aduana -en el caso de bienes importados- y, a los costos totales de producción - para el caso de bienes de fabricación nacional.
	Actualizarlos rangos de las tablas establecidas para liquidar el impuesto a la renta de las personas naturales, sucesiones indivisas, herencias, legados y donaciones para el 2016
	La tarifa específica por litro de alcohol puro, para el cálculo del Impuesto a los Consumos Especiales (ICE) de bebidas alcohólicas, incluida la cerveza, que se aplicará a partir del 01 de enero de 2016, es de USD 7,24.
	La tarifa específica por unidad de cigarrillo, para el cálculo ICE, que se aplicará a partir del 1 de enero de 2016, será de USD 0,1396.

31-dic	Establecer el porcentaje mínimo de aportaciones o donaciones con que deben constituir sus ingresos las instituciones de carácter privado sin fines de lucro para ser considerados como exentos del pago al impuesto a la renta

Anexo D: Reformas Arancelarias tomadas en el periodo 2010-2015 en el Ecuador[32]

2010	
	enero
7-ene	Vehículos importados --> 2 categorías: recargo arancelario (según resolución 524, disminuye arancel del 12 al 9% o lo elimina por completo) o cuota de importación (resolución 466)
15-ene	Reduce al 10% todos los recargos arancelarios establecidos por concepto de Salvaguardia por BP (A PARTIR DEL 23 DE ENERO DEL 2010)
	COMEXI autoriza a los importadores de focos incandescentes de 25 a 100 w a justificar técnicamente su importación para uso no domésticos y así poder impórtalos ya que está prohibida su importación
	Se deroga el artículo primero de la resolución 466 donde se establece la periodicidad de un año / los cupos no utilizados seguirán vigentes y si se exceden del cupo se cobrará aranceles
	febrero
	Eliminación de los aranceles de importación para las mercancías monofásicos y los otros de la partida 9028.30.90.00 por un año
	Se deroga el acuerdo 495 del COMEXI / se permite la importación de vehículos usados que cumplan ciertas condiciones
11-feb	Paulatinamente ir disminuyendo los recargos arancelarios establecidos por la salvaguardia por balanza de pagos a partir del 23 de marzo 30% adicional al 10% establecido en la resolución 533 del COMEXI A partir del 23 de mayo del 2010 otro 30% y a partir del 23 de julio del 2010 otro 30%. Esto siempre en base al comportamiento de la Balanza de Pagos.
	Eliminar el impuesto ad-valorem a los neumáticos y solo dejarlos con cupos, los cuales tienen vigencia 1 año
	Reforma el anexo de la resolución 393 del COMEXI mediante la cual se emitió de forma temporal un ad-valorem del 0% para vehículos de transporte público que participan en el programa de renovación del parque automotor
	Se da por terminada la resolución 502, la cual derogaba la resolución 494. Por lo que queda vigente la resolución 494 la cual establece una salvaguardia para productos importados desde Colombia para no verse afectado el Ecuador por la devaluación del peso colombiano.
23-feb	Modificar la resolución 533 (disminución del 10%) de COMEXI aumentándole la 485 (ver anexo) a partir del 23 de enero 2010
	Exonerar del arancel los productos del anexo 1 de la resolución 487 "buques cisternas de registro superior 1000" (Reemplazo de los anexos de la resolución 466 por los de la resolución 487)
	Exonerar de arancel a los cupos de importación a favor de la federación nacional de cooperativas de transporte público del ecuador (FENACOTIP)
	Reforma del decreto ejecutivo 592 (entra en vigencia en junio del 2010)
	marzo
25-mar	Reforma el anexo 1 del decreto ejecutivo 592 (entra en vigencia en junio del 2010)
	abril
1-abr	Modificar el anexo 1 de la resolución no 450 que contiene la nómina de productos que necesitan control previo a la importación, se incorpora a la agencia de aseguramiento de la calidad del agro
	Exceptuar del pago del recargo arancelario a la importación de los aparatos transmisores/receptores satelitales integrados con antena satelital GPS interna que se vayan a utilizar para la producción de boyas para satelitales para la detención de la pesca
	Otorga cupos para las 20 subpatidas arancelarias que se encuentran en el anexo 3 de la resolución 487
	Prolongar por 6 meses más la exoneración de arancel (0%) a las maquinarias y aparatos para la industria azucarera
	mayo
31-may	Modificar l anexo 1 de la resolución 450 sobre productos sujetos a controles previos a la importación, se incluye a la agencia de aseguramiento de la calidad del agro como entidad competente para emitir el documento antes de importación para 1 especifica subpartida

[32] Tomadas de los Registros oficiales del periodo (2010 – 2015) en LEXIS (REGISTROS OFICIALES) http://www.silec.com.ec/Webtools/LexisFinder/Search/RegistroOficial/RegistroOficialBiblioteca.aspx

	Reformar el anexo 1 de la resolución 464 --> se carga con un arancel ad-valorem a los carros híbridos de acuerdo a su cilindraje
	junio
2-jun	Se autoriza a que se elabore la resolución #557 para proporcionar cupos proporcionales --> los nuevos cupos no son acumulables
	Incluir en el Anexo 2 del Decreto Ejecutivo No. 592 la subpartida NANDINA "Desperdicios de pescado"
9-jun	Se reduce en un 30% los aranceles implementados por la salvaguardia de balanza de pagos en la resolución 466
	julio
1-jul	Reformar anexo 1 del decreto ejecutivo 592, pasa de un ad-valoren en porcentaje 15% a un arancel especifico
	Reformar el anexo 2 del DE 592 "Solamente para la importación 10 tanques de enfriamiento de leche a ser importados por el Centro Agrícola Cantonal de Cuenca por un plazo de 3 meses de vigencia"
13-jul	Diferir a 0% el Arancel ad valórem en la importación de trigo, harina de trigo y grañones y sémola de trigo, reformando el Anexo 2 del Arancel Nacional de Importaciones por un plazo de un doce meses a partir del vencimiento del Decreto Ejecutivo Nro. 95
	Emitir dictamen favorable para diferir el Arancel Nacional de Importaciones, en su Anexo 2, emitido mediante Decreto Ejecutivo 592,
	Aplicar lo dispuesto en los artículos 2 y 3 de la resolución 505
	En caso de incumplimiento del plazo previsto en el artículo 2 (PRODUCTORES DE ELECTRODOMESTICOS 1 AÑO), por parte de la producción nacional, el COMEXI efectuará las acciones correspondientes para emitir dictamen favorable para el diferimiento a 0% ad- valórem, para los aparatos de refrigeración de uso doméstico de rango "A" (Alta Eficiencia), "Eficiencia Energética en Artefactos de Refrigeración de Uso Doméstico. / Se deroga el artículo 4 de la resolución 505
26-jul	Reducir en un 30% adicional a todos los recargos arancelarios así como los cupos establecidos por concepto de Salvaguardia de Balanza de Pagos impuestos mediante Resolución No. 466 del COMEXI y sus posteriores modificaciones.
28-jul	DECRETO: Diferir a 0% el arancel ad valórem en la importación de trigo, harina de trigo y grañones y sémola de trigo, reformando el Anexo 2 del Arancel Nacional de Importaciones, emitido mediante Decreto Ejecutivo No.592
30-jul	reformar el Anexo I del Arancel Nacional de Importaciones de CKD y otros
	reformar el Anexo I del Arancel Nacional de Importaciones,
	Encomendar al Ministerio de Relaciones Exteriores, Comercio e Integración, inicie negociaciones tendientes a la suscripción de Acuerdos de Promoción de Relaciones Comerciales, Económicas, Industriales y de Cooperación con las Repúblicas de Líbano, Turquía, Árabe de Siria y el Estado de Qatar
	agosto
6-ago	reformar el Anexo II del Arancel Nacional de Exportaciones
	reformar el Anexo I del Decreto Ejecutivo 592, que contiene el Arancel Nacional de Importaciones / eliminar subpartidas / modificación de subpartidas
	septiembre
10-sept	diferir a 0% el Arancel Ad valórem en la importación de torta de soya, reformando el Anexo 2 del Arancel Nacional de Importaciones, emitido mediante Decreto Ejecutivo 592, incluye la exoneración del pago del Derecho Variable Ad valórem, establecido por el Sistema Andino de Franja de Precios (SAFP).
20-sept	Emitir dictamen favorable para la importación de 35.000 unidades de carcasas de llantas usadas clasificadas en la subpartida 4012.20.00.00 - neumáticos (llantas neumáticas) usados, a ser distribuido entre las empresas reencauchadoras del país que estén registradas y calificadas en el Ministerio de Industrias y Productividad (MIPRO).
	octubre
6-oct	Reformar la nomenclatura y tarifa de los anexos 1 y 2 del Arancel Nacional de Importaciones, eliminando las aperturas a 10 dígitos ARIAN dispuestas en las subpartidas 4907.00.90.00 y 8523.40.29.00. así como los respectivos diferimientos de 0% ad-valórem. para la importación de software
	Reformar el artículo I de la Resolución No. 564 (Vehículos híbridos)
11-oct	Aplicar una medida de salvaguardia definitiva, por un período de tres años calendario, consistente en el establecimiento de un derecho específico de USD 12.72 adicional al arancel vigente para las importaciones de parabrisas, clasificados en la subpartida NANDINA 7207.21.00.00 del Arancel Nacional de Importaciones, independientemente de donde procedan. (EXEPCION PERU Y CHILE)
13-oct	diferir el Arancel Nacional de Importaciones a cero por ciento (0%), para la importación de un contingente de 25.441.70 TM y 1.200 TM de "'algodón sin cardar ni peinar". clasificado en las subpartidas 5201.00.10.00. 5201.00.20.00, 5201.00.30.00 y 52.01.00.90.00. a favor de las empresas afiliadas a A1TE y las empresas no afiliadas a AITE. por un periodo de doce meses, contados a partir del vencimiento del Decreto Ejecutivo No. 55
	Reformar el Anexo I de la Resolución 450 del COMEXI (POR EL NUEVO ANEXO)

	noviembre
22-nov	Reformar el Anexo I de la Resolución 450 (control previo a importación)
	Reformar la Resolución N° 568
	reformar el Arancel Nacional de Importaciones, contenido en el Anexo I del Decreto N° 592
	incorporar en el Anexo I de la Resolución 450 del COMEXI
	Aplicar una medida comercial, no discriminatoria, consistente en limitar a un cupo de trescientos mil kilogramos (300 000 kg) para las importaciones de productos clasificados en las subpartidas arancelarias 02072500 y un cupo de cero kilogramos (0 kg) para las importaciones de productos clasificados en las subpartidas arancelarias 02072700, provenientes de los Países Miembros de la Comunidad Andina, con excepción de Bolivia.
25-nov	reformar el Anexo II del Decreto Ejecutivo No. 592, reformado por el Decreto Ejecutivo 740, para el diferimiento arancelario de la subpartida NANDINA: 6305.10.10.00 "'Sacos (bolsas) y talegas, para envasar"- - De yute" (PASA A TENER 0 ARANCEL)
	diciembre
30-dic	Diferir a 0% de ad-valorem el Arancel Nacional de Importaciones de 8.896 llantas bajo la subpartida arancelaria 4011.20.10.00., a favor de la Cámara Nacional de Transporte Pesado del Ecuador. Los cupos otorgados son intransferibles y tendrán vigencia por el plazo de un año.
	Modificar el capítulo 98, denominado “Mercancías con tratamiento Especial” que consta en el Anexo 1 del Arancel Nacional de Importaciones

2011	
	enero
4-ene	Aplicar una medida correctiva y no discriminatoria por un período de tres años a las importaciones de cebolla roja clasificada en la subpartida 0703.10.00, “- Cebollas y chalotes”, consistente en un arancel específico de US $ 0.07/kg a las importaciones de este producto procedentes u originarios del Perú. se aplicará a las importaciones del indicado producto, que se realicen fuera del cupo anual de importación de 35.473.000 kg, correspondientes al promedio de las importaciones, originarias del Perú en el período 2007-2010
6-ene	reformar el Anexo I del Arancel Nacional de Importaciones del Ecuador (sobre cebollas ver anexo)
12-ene	Refórmese el Anexo 1 del Decreto Ejecutivo Nro. 592
	Reformar el Anexo I del Arancel Nacional de Importaciones del Ecuador (vehículos)
	Crear un registro de importadores para el sector automotor que será implementado por el Ministerio de Industrias y Productividad. Toda importación de vehículos automotores, deberán ser realizadas exclusivamente por los importadores debidamente registrados. El MIPRO evaluará las importaciones durante el año 2011 considerando la información que cada importador haya proporcionado en el mencionado registro.
	marzo
12-mar	Reformar el Anexo 2 del Arancel Nacional de Importaciones del Ecuador (ver anexo, animales)
	abril
8-abr	Reformar el Anexo II del Decreto Ejecutivo No. 592 (sistema eléctrico)
20-abr	Reformar el Arancel Nacional de Importaciones (vehículos híbridos --> aumento de ad-valorem según cm3)
	mayo
9-may	Otorgar preferencias arancelarias y no arancelarias provisionales a favor de la República Bolivariana de Venezuela, en los mismos términos en los que el Ecuador le otorgó en el marco de la Comunidad Andina
11-may	Diferir a 0% ad-valorem el Arancel Nacional de Importaciones, a los cupos dentro de la subpartida 4011.20.10.00 (Llantas). Los cupos otorgados son intransferibles y tendrán vigencia hasta el 31 de diciembre del 2011
	junio
13-jun	Reconocer un Certificado de Abono Tributario (CAT) de hasta 80% del valor pagado en aranceles, sin que exceda del 15% para productos agropecuarios y hasta el 25% para productos manufacturados, artesanales y pesqueros del valor FOB declarado en la respectiva liquidación aduanera del país de destino (solamente a las exportaciones amparadas en las subpartidas del país de destino que hayan empeorado el nivel de acceso)
	agosto
30-ago	Disponer al Servicio Nacional de Aduana del Ecuador SENAE aplicar el margen de tolerancia de hasta un 3% en las importaciones a granel siempre que los motivos de variación no hayan sido otros diferentes a fenómenos atmosféricos, físicos o químicos
	Diferir a 0% ad-valorem el Arancel Nacional de Importaciones de llantas por un año a Cámara de Transporte Público Masivo de Pasajeros del Distrito Metropolitano de quito

	dictamen favorable para diferir a 0% el arancel ad-valórem en la importación de trigo, harina de trigo y grañones y sémola de trigo, a partir del vencimiento del Decreto Ejecutivo No 424 del 15 de julio del 2010
	septiembre
1-sept	Aplicar un arancel escalonado a las importaciones de CKDs de vehículos y se incrementará anualmente en un uno por ciento (1%)
25-sept	Diferir el Arancel Nacional de Importaciones a cero por ciento (0%) ad valórem para la importación de un contingente de 16.466 TM. de “algodón sin cardar ni peinar”, por un periodo de doce meses contados a partir del vencimiento del Decreto Ejecutivo No. 499, siempre y cuando los importadores se encuentren en “lista blanca” del SRI.
	noviembre
10-nov	Reformar el Anexo I del Arancel Nacional de Importaciones (7009.91.00)
	Reformar la Resolución 450 del COMEXI, incorporando dentro de la “Nomina de productos sujetos a controles previos a la importación” (CKD)
	Reformar el Anexo 2 de la Resolución 450 del COMEXI, en la que consta la lista de subpartidas de prohibida importación (BIBERONES)
17-nov	Derogar la Resolución N° 10 del Comité de Comercio Exterior (la del 13 de junio)
	Diferir el Arancel Nacional de Importaciones a cero por ciento (0%) para la importación de un contingente de 300 TM de "algodón sin cardar ni peinar" para la empresa el peral por 1 año

2012	
	enero
30-ene	Prorrogar el diferimiento arancelario para la importación de neumáticos (11 de mayo 2011)
	febrero
10-feb	Diferir a 0% de ad-valórem el Arancel Nacional de Importaciones para la importación de trigo, harina de trigo y grañones y sémola de trigo. Este diferimiento tendrá vigencia a partir del vencimiento de la Resolución N° 23 del COMEX hasta el 31 de diciembre del 2012 (ver anexo)
	marzo
14-mar	Reformar el Anexo I del Arancel Nacional de Importaciones del Ecuador (ver anexo)
	Incluir en el Anexo I de la Resolución 450 del COMEXI, que contiene la nómina de productos sujetos a controles previos a la importación (gas --> industria petrolera, industrial)
28-mar	Levantar la medida de salvaguardia aplicada a la importación de carne de pavo congelado
	Reformar el Anexo 1 del Arancel Nacional de Importaciones del Ecuador (YUTE)
	mayo
10-may	Las importaciones de vehículos automóviles y demás vehículos terrestres, sus partes, piezas y accesorios (x ejemplo deben ser nuevos)
28-may	Modificar el Anexo I del Arancel Nacional de Importaciones del Ecuador (surtido)
	Diferir a 0% el arancel ad valórem para la importación de torta de soya, reformando el Anexo 2 del Arancel Nacional de Importaciones, únicamente para 600.000 TM, por el período de 4 meses. incluye la exoneración del pago del Derecho Variable ad valórem
	Diferir a 0% el Arancel Nacional a las importaciones que realice la Compañía HOTELES DECAMERON ECUADOR S. A. El diferimiento. A 0% aplicará para todas las subpartidas del anexo, independientemente que tenga asignado un arancel específico, mixto o distinto del tipo ad-valórem. El diferimiento otorgado tendrá una vigencia de 60 días
	junio
15-jun	Adoptar un arancel compuesto para la importación de bebidas alcohólicas
	Reformar el Arancel Nacional (surtido)
	Se establece una restricción cuantitativa anual de importación para vehículos. La restricción cuantitativa está fijada por unidades de vehículos y por valor, los importadores deberán respetar los dos parámetros en forma conjunta para poder nacionalizar sus mercancías. La medida impuesta tendrá vigencia hasta el 31 de diciembre de 2014.
	Se establece una restricción cuantitativa anual para la importación de teléfonos celulares. La restricción cuantitativa está fijada por unidades de teléfonos y por valor, los importadores deberán respetar los dos parámetros en forma conjunta para poder nacionalizar sus mercancías. La restricción cuantitativa impuesta tendrá vigencia hasta el 31 de diciembre de 2014.
18-jun	Incluir SUBPARTIDAS en el Anexo II de la Resolución 450 del COMEXI (GAS-QUIMICOS)
	Aprobar un diferimiento arancelario de las subpartidas (Únicamente para la importación de medidores eléctricos que serán entregados a empresas eléctricas y cuyo proceso de contratación se haya iniciado antes del 8 de abril de 2012.)
	Prorrogar el diferimiento arancelario a 0% del arancel (ad-valorem + específico), para la importación de neumáticos. (Otorgado 11 de mayo) estará vigente hasta su consumo total.

22-jun	Modificar el Arancel Nacional a las mercancías clasificadas como CKD (monetaria). Mientras mayor producto ecuatoriano tiene incorporado, menor el porcentaje de ad-valorem. (televisores)
	Se establece una restricción cuantitativa de importación para CKDs de vehículos (cuantitativa), La medida impuesta tendrá vigencia hasta el 31 de diciembre de 2014.
	El arancel compuesto, deberá calcularse sumando el 1% Ad valorem más USD. 0.25 por Grado Alcohólico por Litro de esas mercancías.
26-jun	Aprobar un diferimiento arancelario, Vigente hasta el 31 de diciembre de 2014 (medicamentos veterinarios)
	julio
17-jul	Sustituir el Anexo I de la Resolución N° 67 del COMEX (restricción cuantitativa y monetaria de teléfonos celulares (15-jun)
	Se reforma el Anexo II de la Resolución N° 63 del COMEX (arancel compuesto bebidas alcohólicas) (15-jun)
	agosto
13-ago	Reformar el artículo 2 de la Resolución N° 45 del COMEXI (gas, químicos)
	Prorrogar el diferimiento arancelario a 0% del arancel (ad-valorem + específico), para la importación de neumáticos (transportes pesados del Ecuador) El cupo otorgado es intransferible y estará vigente hasta su consumo total.
	Diferir a 0% el Arancel Ad valorem para la importación de anzuelos circulares, sin señuelos y no montados en tanza
28-ago	Diferir a 0% el Arancel Ad valorem para la importación de un contingente de 6.170,260 TM de "algodón sin cardar ni peinar", hasta el 31 de diciembre de 2012.
	septiembre
16-sept	Prorrogar hasta el 31 de diciembre de 2012, el diferimiento arancelario a 0% ad-valorem para la importación (ALGODON)
	Aprobar como política general el incentivo arancelario a las nuevas inversiones que se instalen en el país, a favor de las personas naturales o jurídicas que hayan suscrito o suscriban Contratos de Inversión con el Estado. El incentivo consistirá en reducciones totales o parciales del pago de aranceles, siempre y cuando las mercancías a importarse estén clasificadas como bienes de capital, que no exista producción nacional de estos bienes y/o cuyos estándares técnicos no se generen en el país.
	octubre
2-oct	Sustituir el cuadro del Anexo I de la Resolución N° 64 , referente a CKD de Televisores
4-oct	Diferir a 0% el Arancel Nacional a las importaciones que realice la compañía ECUACORRIENTE S. A. para el desarrollo del Proyecto "Mirador". El diferimiento a 0% aplicará para todas las subpartidas del Anexo 1.
	noviembre
6-nov	Prorrogar el diferimiento arancelario a 0% del arancel (ad-valorem + específico), para la importación de neumáticos para Cámara de transporte público masivo del distrito metropolitano de quito y provincia de pichincha. El cupo otorgado es intransferible y estará vigente hasta su consumo total.
	Se excluye de la restricción cuantitativa anual de importaciones, establecida mediante Resolución N° 66 del COMEX, a las importaciones de vehículos que ingresen bajo el régimen de admisión temporal con reexportación en el mismo estado
	Se establece una cuota de importación anual para los vehículos denominados "cuadrones"
	diciembre
28-dic	Reformar íntegramente el Arancel Nacional de Importaciones de conformidad con el Anexo 1 de la presente Resolución. En lo posterior, este instrumento se denominará Arancel del Ecuador

2013	
	enero
17-ene	Diferir a 0% de Ad-Valorem la tarifa arancelaria para la importación de trigo, harina de trigo y grañones y sémola de trigo. Este diferimiento tendrá vigencia hasta el 31 de diciembre de 2014
	Derogar el artículo 7 de la Resolución N° 77 del COMEX. De esta manera, se ratifican las cuotas asignadas en la Resolución N° 66 del COMEX, para ser aplicadas anualmente mientras esté vigente la restricción cuantitativa de importación de vehículos.
21-ene	Fijar el parámetro cuantitativo de reciclaje que deberán aplicar las empresas autorizadas para importar celulares, en 2.5 teléfonos en desuso por 1 celular nuevo a importarse (ver anexo)
23-ene	Diferir a 0% el Arancel Ad valorem para la importación de un contingente anual de 18.690 TM de "algodón sin cardar ni peinar". El contingente anual establecido tendrá vigencia hasta el 31 de diciembre de 2014.
31-ene	Reformar el Arancel Nacional de Importaciones creando subpartidas específicas para tricimotos (vehículos)

	Reformar la Resolución N°450 del COMEXI, que contiene la nómina de productos sujetos a controles previos a la importación (incluyendo vehículos)
	junio
5-jun	Restringir la importación de equipos acondicionadores de aire
	agosto
27-ago	Reformar el Arancel del Ecuador en la subpartida 8517.12 (teléfonos celulares, CKD)
	Asignar una cuota anual adicional a las empresas operadoras de telefonía celular en la subpartida 8517.12.00.29, correspondiente a teléfonos inteligentes, cuyo valor FOB no podrá superar los USD. 220,oo por unidad
	octubre
4-oct	Establecer una restricción cuantitativa a la importación CKD de chasis equipado con su motor, correspondiente a chasis motorizado en CKD para transporte de personas y correspondiente a chasis motorizado en CKD para transporte de mercancías de hasta 5 toneladas, para el año 2013.
	Aprobar una cuota de importación de vehículos a favor de la Sociedad Nacional de la Cruz Roja Ecuatoriana, por un valor de $1'090.000 USD y 50 unidades. Estos vehículos serán equipados para la atención pre hospitalario a nivel nacional.
	Aprobar como medida excepcional, la cuota de importación de vehículos, clasificados en las subpartidas mencionadas en la Resolución N° 66 del COMEX, para el año 2013.
	Se aplicará la prohibición establecida en la Resolución COMEX N° 76, a todas las mercancías (aire acondicionados), embarcadas a partir del 30 de mayo de 2013, inclusive.
10-oct	Aprobar la nómina de los productos, beneficiarios y porcentajes que se aplicarán para la concesión de los Certificados de Abono Tributario, por efecto de una desmejora en el nivel de acceso al mercado de Estados Unidos de América. (exportaciones realizadas en el periodo comprendido entre el 01 de agosto del 2013 y el 31 de diciembre de 2014)
	diciembre
5-dic	Establecer como único importador autorizado de mercurio metálico clasificado en la subpartida 2805.40.00.00, a la Empresa Pública Importadora -EPI- Establecer un contingente de importación de mercurio metálico clasificado en la subpartida 2805.40.00.00, de 19 Toneladas anuales, con una reducción progresiva que será establecida por la EPI
10-dic	Reformar el Anexo I de la Resolución 450 del COMEXI, que contiene la Nómina de productos sujetos a controles previos a la Importación, incluyendo la presentación del "Certificado de Reconocimiento", conforme el Anexo 1 de la presente Resolución.

2014	
	enero
24-ene	Emitir Dictamen favorable para continuar con el trámite constitucional del Acuerdo para la Constitución Del Espacio Económico Del Alba–Tcp. Tiene por objeto constituir una zona económica de desarrollo compartido independiente, soberana y solidaria, destinada a consolidar y ampliar un nuevo modelo alternativo de relacionamiento económico para fortalecer y diversificar el aparato productivo y el intercambio comercial, así como establecer las bases para los instrumentos de carácter bilateral y multilateral que las Partes suscriban en esta materia, con miras a la satisfacción de las necesidades materiales y espirituales de los pueblos.
	febrero
17-feb	Reformar las tarifas arancelarias del Arancel del Ecuador, correspondientes a las subpartidas que constan en el anexo 1 de la presente resolución (surtido)
	Modificar el Anexo 1 de la Resolución 116 del COMEX, que reformó la Resolución 450 del COMEXI, incluyendo las subpartidas que constan en el Anexo 1 de la presente Resolución y excluyendo los ítems de dicho anexo que constan en el Anexo 2 de esta misma resolución. (productos que necesitan previa revisión para importación)
	marzo
12-mar	Modificar el Anexo 1 de la Resolución 450 del COMEXI, incluyendo las subpartidas que constan en el Anexo 1 de la presente Resolución. (microondas, secadoras, calentadores)
	abril
14-abr	Modificar el Anexo 1 de la Resolución 450 del COMEXI, incluyendo las subpartidas que constan en el Anexo 1 de la presente Resolución.
	Prorrogar por un periodo de cinco años contados a partir de la puesta en vigencia de la presente resolución, la suspensión establecida mediante Resolución No. 047 del 22 de marzo de 2012, del registro de exportador de cueros y pieles, creado mediante Resolución No 402 del COMEXI.
30-abr	Incrementar a 25% ad valorem el arancel aplicable para asientos. Las siguientes partes de bicicletas: cuadros de acero, horquillas rígidas (trinches).
	mayo
9-may	Reformar el Arancel del Ecuador (cocinas eléctricas, inducción (30%) CKD 0% hasta el 30 de noviembre de 2014 sólo para ensambladores de cocinas registrados en el MIPRO.

	Asignar un cupo de importación de 6.000 unidades de teléfonos para redes inalámbricas a favor de la Empresa pública municipal de telecomunicaciones agua potable alcantarillado y saneamiento de cuenca (por el plazo de un año o mientras se mantenga vigente la restricción cuantitativa)
	junio
6-jun	Cuando la evolución o las condiciones en las que se realizan las importaciones amenacen con provocar un perjuicio a una rama de la producción nacional o un retraso en la creación de una rama de la producción nacional, la importación de este producto podrá estar sujeta, según los casos, a una vigilancia previa
9-jun	Reformar el Arancel del Ecuador, incrementando el arancel ad valorem (madera)
	agosto
8-ago	Reformar el Arancel del Ecuador (paquetes postales y por Courier)
12-ago	Reformar el Arancel del Ecuador (barras de acero)
	Reformar el Arancel del Ecuador (plásticos)
28-ago	Reformar el Arancel del Ecuador (vehículos)
	Se permitirá la importación de otros vehículos automotores terrestres usados, pese a estar clasificados en el Capítulo 87 del Arancel Nacional de Importaciones, siempre que se demuestre que sus características, condiciones de fabricación y destino o uso natural, impidan la normal circulación de estos vehículos en las vías públicas y dentro de la red de carreteras del país.
	septiembre
10-sept	Reformar la "Nómina de Productos Sujetos a Controles Previos a la Importación" sustituyendo el "Registro de Producto" por la "Autorización para Importación de Plaguicidas y Afines de Uso Agrícola" o "Autorización sanitaria de productos veterinarios" como documento de control previo a la importación; y reformar la "Nómina de Productos Sujetos a Controles Previos a la Importación", sustituyendo el "Registro de Importador'1 por el "Permiso Fitosanitario de Importación" y "Permiso Zoosanitario de Importación" como documento de control previo a la importación; de conformidad con el Anexo 1 de la Presente Resolución.
	octubre
3-oct	Reformar el Arancel del Ecuador expedido mediante Resolución No. 59 del 17 de mayo de 2012, publicado en el Suplemento del Registro Oficial No. 859 del 28 de diciembre de 2012. (Construcción)
14-oct	Reformar la Resolución 023-2014, Paquetes por Correos Rápidos (Mensajería Acelerada o Courier) 0% y $ 0,00 solamente para paquetes en los que el consignante sea un ecuatoriano residente en el exterior, hasta un máximo de 12 paquetes por año o USD 2,400.00, lo que suceda primero. El resto 42$ c/u
31-oct	Aprobar la Metodología de Cálculo del Porcentaje de Producto Ecuatoriano Incorporado aplicable a los CKDs descritos en la Resolución COMEX No. 064
	Asignar un cupo de importación de 25.000 unidades de teléfonos para redes inalámbricas a favor de la Corporación nacional de telecomunicaciones CNT EP
	Reformar el Arancel del Ecuador, aprobado mediante Resolución del COMEX No. 059 (alambre)
	Establecer como único importador autorizado de cianuro de sodio y cianuro de potasio clasificado en las subpartidas 2837.11.10 y 2837.19.00, respectivamente, a la Empresa Pública Importadora -EPI
	noviembre
4-nov	Adoptar una medida de salvaguardia provisional en el marco de la Organización Mundial de Comercio (OMC), por un periodo que no excederá de 200 días, consistente en la aplicación de una sobretasa arancelaria, al arancel general vigente, de USD 1.50 por kilogramo importado independiente del origen, a las importaciones de los productos clasificados en las subpartidas arancelarias (madera). Excepto Brasil, Chile, Colombia, México y Panamá.
25-nov	Definir el monto referencial de los Certificados de Abono Tributario en 33´000.000,00 para el año 2014, adicionales a lo previsto, para compensar el vencimiento de las preferencias arancelarias concedidas mediante la Ley de Promoción del Comercio Andino y Erradicación de la Droga o ATPDEA y del Sistema General de Preferencias -SGP- de los Estados Unidos de América. Para el año 2015 el monto referencial de los Certificados de Abono Tributario será de 65´000.000,00.
	diciembre
29-dic	Inclusión de las siguientes subpartidas, como restricción del Servicio Ecuatoriano de Normalización en el Arancel Nacional de Importaciones, mismas que requieren Certificado de Reconocimiento como requisito previo a su nacionalización (papel higiénico, servilletas, manteles, etc.)
	Reformar el Arancel del Ecuador (cocinas, soya, pollos)
	No se introducirán nuevos derechos arancelarios, cargas que tengan efecto equivalente, nuevas restricciones cuantitativas o medidas que tengan ese efecto para las importaciones originarias de la Unión Europea, asÍ como incrementos de los niveles de los derechos arancelarios o cargas existentes.

	Diferir temporalmente la aplicación de las tarifas arancelarias de las subpartidas constantes en el siguiente cuadro a 0% hasta el 31 de diciembre de 2016, únicamente para los importadores que se registren en el Ministerio de Industrias y Productividad como importadores de menaje de cocina para el Programa de Eficiencia Energética para Cocción por Inducción y Calentamiento de Agua con Electricidad en sustitución del GLP en el sector residencial.
2015	
	enero
5-ene	La medida correctiva consistirá en la aplicación de un derecho aduanero ad valorem equivalente al 7% para los productos originarios del Perú y del 21% para los productos originarios de Colombia. En todo caso, el derecho aduanero no podrá superar la tarifa arancelaria de nación más favorecida (NMF) o a la tarifa de los diferimientos arancelarios vigentes.
14-ene	Diferir temporalmente a 0% la tarifa arancelaria ad valorem para la importación de algodón sin cardar ni peinar, para un contingente de 17.220 TM para el año 2015 y 17.330 para el año 2016 para las empresas' afiliadas a la Asociación de Industriales Textiles del Ecuador y 600 TM para los no afiliados a dicho gremio. El cupo concedido para el año 2016 tendrá una extensión de vigencia hasta el 31 de diciembre de 2017.
	Asignar un cupo adicional de importación de 266.044 unidades de teléfonos 4G-LTD, a favor de la Corporación nacional de telecomunicaciones CNT. El cupo concedido únicamente podrá ser utilizado para teléfonos celulares que permitan el uso de la tecnología 4G-LTD.
	Reformar el Arancel Nacional de importaciones (todo)
28-ene	Prorrogar hasta el 31 de marzo de 2015, la vigencia de la Resolución No. 67 del COMEX y sus reformas; así como, la vigencia de las Resoluciones 100. Y 104 de este cuerpo colegiado. Los cupos de importación asignados en las citadas resoluciones corresponderán a la cuarta parte de los cupos anuales y tendrán vigencia del 1 de enero al 31 de marzo de 2015. (celulares)
	Prorrogar hasta el 31 de diciembre de 2015, la vigencia de las Resoluciones del COMEX Nos. 65 y 66 del año 2012, y 011-2014, así como de sus respectivas reformas, de conformidad con los Anexos 1 y 2 de la presente Resolución. (vehículos y CKD)
	Conceder un cupo para la importación de vehículos eléctricos de hasta 1000 unidades o 25 millones FOB, lo que suceda primero.
30-ene	Excluir de la aplicación de la Resolución 050-2014 del Pleno del COMEX a las subpartidas arancelarias constantes en el Anexo 1 de la presente Resolución. (medida correctiva 5-ene)
	febrero
2-feb	Diferir a 0% ad valorem la tarifa arancelaria para la importación de sacos de yute hasta el 31 de diciembre del 2017
13-feb	Sustituir el Anexo 1 de la Resolución 049-2014 del Pleno del COMEX (vehículos) hasta el 31 de diciembre del 2015
	Diferir a 0% ad valorem la tarifa arancelaria para la importación de trigo (harina) hasta el 31 de diciembre del 2016
	Excluir de la aplicación de la medida correctiva prevista en la Resolución del Pleno del COMEX No. 050-2014 (surtido). Medida correctiva 5-ene
	marzo
11-mar	Dejar sin efecto, a partir de la entrada en vigencia de la presente resolución, la medida correctiva consistente en la aplicación del derecho aduanero cid valorem del 7% para los productos originarios del Perú y del 21% para los productos originarios de Colombia, establecido a través de la Resolución No. 050-2014.
	Establecer una sobretasa arancelaria, de carácter temporal y no discriminatoria, con el propósito de regular el nivel general de importaciones y, de esta manera, salvaguardar el equilibrio de la balanza de pagos, conforme al porcentaje ad valorem determinado para las importaciones a. consumo (general)
20-mar	Reformar el Arancel del Ecuador, aprobado mediante Resolución del COMEX No. 059 (VEHICULOS, CKD)
	Reformar la Resolución 049-2014, que prorroga la vigencia de las Resoluciones 65 y 66 del año 2012, y 011-2014, en el sentido que quedan excluidas de la aplicación de dichas resoluciones las siguientes subpartidas: 8702.90.91.11, 8702.90.91.19, 8702.90.99.11, 8702.90.99.19, 8704.10.00.11, 8704.10.00.19, 8704.90.00.11; y, 8704.90.00.19. Las mercancías clasificadas en las subpartidas referidas no están sujetas a ningún tipo de restricción cuantitativa. Los vehículos clasificados en las subpartidas 8703.10.00.11, 8703.10.00.19, 8703.90.00.11, 8703.90.00.19 estarán excluidos de la Resolución No. 049- 2014, únicamente si su valor FOB es menor o igual USD $ 40.000,00.
	abril
6-abr	Interpretar la Resolución 004-2015 del Pleno del COMEX en el sentido que el diferimiento arancelario concedido mediante dicha resolución incluye la suspensión de la aplicación del Sistema Andino de Franja de Precios para el trigo y sus productos vinculados (13-feb)
	Los exportadores de productos definidos conforme el anexo de la presente resolución, podrán obtener la devolución condicionada de tributos mediante el procedimiento simplificado por el valor o porcentaje definido en el mismo anexo
10-abr	Prorrogar hasta el 31 de mayo de 2015 la vigencia de la Resolución No. 67 del COMEX y sus reformas; así como, la vigencia de las Resoluciones 100 y 104 de este cuerpo colegiado. Los cupos de importación asignados en las citadas resoluciones corresponderán a la parte proporcional de los cupos anuales y tendrán vigencia del 1 de abril al 31 de mayo de 2015. (celulares)

20-abr	Las importaciones de implementos deportivos que realicen la Federación Deportiva Nacional del Ecuador - FEDENADOR-, el Comité Olímpico Ecuatoriano -COE-, las Federaciones Deportivas Provinciales y las Federaciones ecuatorianas por deporte, incluida la de Deporte Adaptado y/o Paralímpico, no estarán sujetas a tarifas ni recargos arancelarios.
	Reformar el Anexo de la Resolución Nro. 011-2015 del Pleno del COMEX (general)
	Excluir del Anexo de la Resolución No. 011-2015 del Pleno del COMEX, y por lo tanto de la medida adoptada por balanza de pagos (general)
	mayo
5-may	Prorrogar por ochenta (80) días calendario, contados a partir de la adopción de la presente resolución, la entrada en vigencia de la Resolución 037-2014 del Pleno del COMEX adoptada el 31 de octubre de 2014.
8-may	Actualizar el Anexo II de la Resolución 450 del COMEXI, acorde al Anexo 1 de la presente resolución.
	Actualizar el Anexo I de la Resolución 450 del COMEXI, acorde al Anexo 2 de ésta resolución.
19-may	Reformar el anexo 2 de la Resolución 049-2014 del Pleno del COMEX, del 29 de diciembre de 2014, asignando un cupo global por importador para las subpartidas sujetas a restricción cuantitativa mediante Resolución 65 de 11 de junio de 2012 (papel higiénico, servilletas, manteles, etc.)
	Diferir a 0% ad valorem la tarifa arancelaria para la importación de calentadores eléctricos de agua hasta el 31 de diciembre del 2015
	junio
2-jun	El Comité de Comercio Exterior podrá disponer que no se paguen recargos arancelarios a la importación de aquellas mercancías requeridas para cumplir contratos celebrados con el Estado ecuatoriano o con sus instituciones.
9-jun	Adoptar una medida de salvaguardia definitiva en el marco de la Organización Mundial del Comercio (OMC), por un periodo tres años, incluidos los 200 días transcurridos de la medida de salvaguardia provisional, consistente en la aplicación de una sobretasa arancelaria adicional, no discriminatoria, al arancel general vigente, de USD 1.50 por kilogramo importado (MADERA) EXCEPTO Brasil, Chile, México, Colombia, Panamá y Perú. Según la disposición del numeral 4 del artículo 7 del Acuerdo sobre Salvaguardias de la OMC, relacionada con la liberalización progresiva de la medida, a intervalos iguales, esta salvaguardia se liberalizará conforme al siguiente cronograma 1,50$ 1,12$ Y 0,75$
11-jun	Prorrogar hasta el 31 de diciembre de 2015, la vigencia de la Resolución 67 del COMEX y sus reformas, los cupos adicionales de la Resolución 034-2014 y los cupos previstos en el artículo 10 de la Resolución 104 del COMEX conforme al Anexo de la presente Resolución. Se prorroga también la vigencia de los cupos adicionales por reciclaje previstos en las Resoluciones 100 y 104 de este cuerpo colegiado (celulares)
16-jun	Prorrogar hasta el 31 de diciembre de 2015, la vigencia de la Resolución 67 del COMEX y sus reformas, los cupos adicionales de la Resolución 034-2014 y los cupos previstos en el artículo 10 de la Resolución 104 del COMEX conforme al Anexo de la presente Resolución (celulares)
	Reformar el Arancel Nacional del Ecuador, aprobado mediante Resolución del COMEX 59 del 17 de mayo 2012 (alimentos veterinarios)
23-jun	Reformar el Anexo 2 de la Resolución 049 del Pleno del COMEX (vehículos). Se otorga cupo a empresa para importación.
	septiembre
7-sept	Reformar el artículo 1 de la Resolución No. 89 del COMEX de fecha 24 de octubre de 2012, Establecer una licencia de importación no automática a las mercancías declaradas para importación a consumo, así como las que ingresen a territorio ecuatoriano bajo el régimen de admisión temporal para reexportación en el mismo estado destinadas a la ejecución de obras o prestación de servicios públicos en virtud de contratos celebrados con instituciones del sector público o con empresas privadas autorizadas para la prestación de servicios públicos (construcción)
	Diferir a 0% ad valorem respecto a la tarifa arancelaria para la importación de las mercancías clasificadas en las siguientes subpartidas: 8479.89.90.00 (Los demás), 8419.40.00.00 (Aparatos de destilación o rectificación), y 8421.39.90.00 (Los demás) destinadas a la producción nacional de bioetanol para la producción de la gasolina ECOPAÍS y/o su exportación
18-sept	Reformar el artículo tres (3) de la Resolución No. 016-2015 del Pleno del COMEX (vigilancia previa por amenaza a producción nacional) tv, calzado, equipaje viajero, ropa
	octubre
7-oct	Reformar el Arancel Nacional de Importaciones (bebidas alcohólicas) Y Aplicar a la estructura arancelaria detallada en el artículo 1 de la presente Resolución, la sobretasa por balanza de pagos
	Reformar la subpartida arancelaria 5903.10.00 “Con poli (cloruro de vinilo)” 0% para las importaciones de telas impregnadas, recubiertas, revestidas o estratificadas con poli (cloruro de vinilo), utilizadas en la fabricación de muebles de metal, para importadores que se registren ante el MIPRO.
15-oct	Diferir al 0%, hasta el 12 de junio de 2016, la aplicación de las tarifas arancelarias y adicionalmente excluir de la aplicación de recargos arancelarios a las importaciones de bienes tributables que realicen los comerciantes domiciliados en la provincia del Carchi (contribuyentes activos) bajo el régimen transfronterizo. Para el efecto, la aplicación del diferimiento y la exclusión previstos en el párrafo anterior se realizará de conformidad con las cuotas de importación (general)

	diciembre
14-dic	Incluir en el Anexo 1 de la Resolución del COMEX No. 59 del 17 de mayo de 2012 0% (ad-valorem y específico) en favor de los gremios que constan en el listado elaborado por el MTOP de conformidad a la Resolución del Pleno del COMEX No. 042-2015, adoptada el 06 de noviembre de 2015. (construcción)
	Reformar el Anexo I de la Resolución No. 450 del COMEXI publicada en la Edición Especial del Registro Oficial No. 492 del 19 de diciembre de 2008, que contiene la "Nómina de Productos Sujetos a Controles Previos a la Importación", incorporando la "Licencia no Automática de Importación" como documento de control previo a la importación de las mercancías (comida) excepto los países de la can
18-dic	Reformar el Anexo I del Arancel del Ecuador emitido mediante Resolución del COMEX NO. 059 del 17 de mayo de 2012 (tela tejidos)

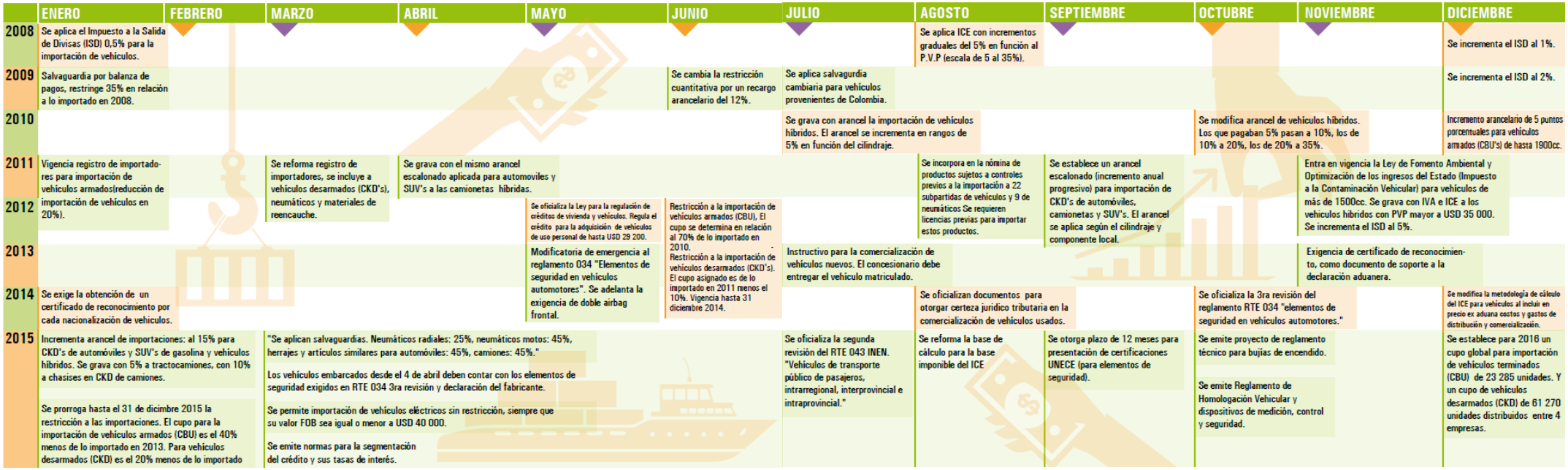
Anexo E: Presión Fiscal de los países Latinoamericanos

AMÉRICA

País/Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Argentina	25,3	25,4	25,6	26,6	28,1	28,9	29,3	29,8	31,1	32,2	32,3	32,7
Brasil	30,2	31,5	31,6	32,0	32,0	30,8	30,8	31,8	30,8	30,9	30,4	31,0
Chile	17,7	18,9	18,6	20,3	20,2	16,7	18,5	20,1	20,5	19,65	19,57	20,5
Colombia	17,6	18,2	19,1	19,3	19,0	18,9	18,2	18,7	19,8	20,1	20,8	21,1
Costa Rica	20,0	20,4	20,9	22,2	22,9	21,6	21,4	22,0	22,0	22,0	21,9	22,4
Ecuador *	14,2	14,6	15,5	16,2	16,1	16,6	18,1	19,2	20,4	20,3	20,01	22,0
El Salvador	14,7	15,4	16,4	16,8	17,0	16,4	17,1	17,8	18,2	19,0	18,6	18,8
Guatemala	13,7	13,5	14,1	14,3	13,3	12,5	12,6	13,0	13,0	13,1	13,0	12,5
Honduras	18,0	17,9	18,4	20,3	19,9	18,1	18,3	17,9	18,9	19,4	20,8	22,0
México	11,5	11,2	10,9	11,3	10,5	11,8	12,0	11,4	10,9	12,4	13,1	15,7
Nicaragua	16,8	17,6	18,7	19,1	19,1	19,3	20,3	21,2	21,4	21,4	21,7	22,6
Panamá	14,7	14,6	16,1	15,7	15,8	16,3	16,7	16,5	16,8	17,1	15,8	15,3
Paraguay	13,4	13,5	13,8	13,8	14,5	16,1	16,6	16,7	17,7	17,1	18,3	17,9
Perú	17,6	18,4	19,7	20,6	21,1	19,2	19,9	20,7	21,4	21,2	21,2	19,4
República Dominicana	12,9	14,6	14,9	15,9	15,0	13,1	12,8	12,9	13,5	14,0	14,1	13,6
Uruguay	26,7	28,2	30,6	29,7	30,3	30,9	31,5	32,1	33,0	33,2	32,9	32,7

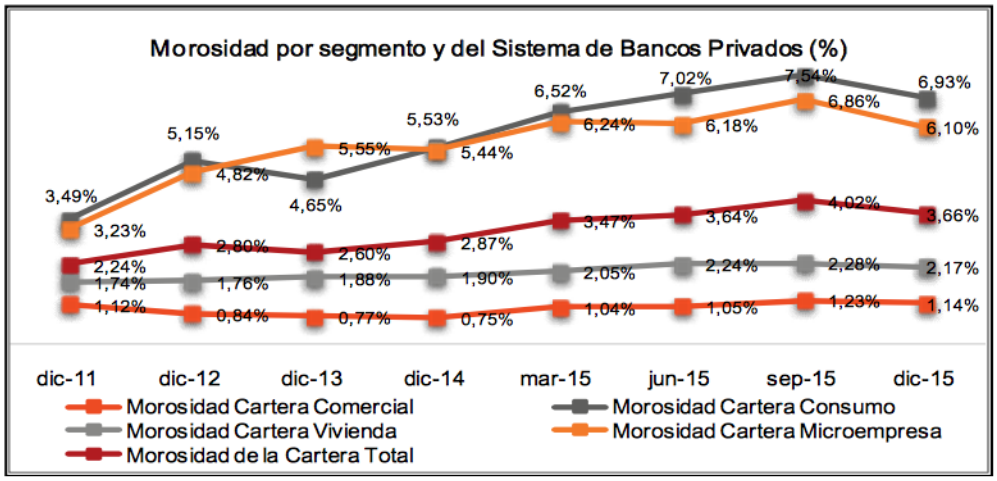
Fuente: Centro de Estudios Fiscales (CEF)
Elaboración: Centro de Estudios Fiscales (CEF)

Anexo F: Reformas Arancelarias y Tributarias que afectan el sector Automotriz



Fuente: Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador
Elaboración: Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador

Anexo G: Morosidad por segmento y del Sistema de Bancos Privados (%)



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador
Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A

Anexo H: Emisores en default

Emisor	Trasante Penúltima Calificación	Penúltima Calificación	Última Calificación	Monto Emisión
SOLAREX	A+ (31/10/2011)	C (CW) (26/12/2013)	E	OBL 1,3 MM
			(27/03/2014)	
Formas y accesorios FORMAC	***	***	A	OBL 1,25 MM
			(30/03/2011)	
Máquinas y Suministros MAQSUN	D (Credit Watch)	D (Credit Watch)	D-	OBL 4 MM
	(06/05/2014)	(29/08/2014)	(31/08/2015)	
NOPERTI	A	A	A	OBL 1,3 MM
	(30/04/2014)	(31/10/2014)	(30/04/2015)	
Talleres Metalúrgicos Talme S.A.	AA (CW)	AA-	C (CW)	OBL 4 MM
	(30/10/2013)	(30/04/2014)	(23/06/2014)	
Talleres Metalúrgicos Talme S.A.	AA CW	AA- CW	A- (Credit Watch)	PC 2 MM
	(30/10/2013)	(30/04/2014)	(23/06/2014)	
Surfer	AA	AA	AA	OBL 1,3 MM
	(05/10/2012)	(16/08/2013)	(29/07/2014)	
ANAUTO	AA	A (CW)	E	OBL 2013: 5MM
	(29/05/2014)	(31/12/2014)	(30/01/2015)	OBL 2012: 4,5 MM
Inmobiliaria Terrabienes	AA	AA	E	OBL 2014: 4 MM
	(28/02/2014)	(27/08/2014)	(30/01/2015)	OBL: 3 MM
Ecuafontes	B+ CW	C CW	D CW	OBL: 2MM
	(30/12/2014)	(31/03/2015)	(29/05/2015)	

CETIVEHICULOS III	A CW	B CW	E	OBL: 2,5MM
	(30/01/2015)	(06/03/2015)	(30/06/2015)	
CETIVEHICULOS IV	A- CW	B CW	E	OBL: 2 MM
	(30/01/2015)	(06/03/2015)	(30/06/2015)	
Centro Educativo Integral CENEICA II	AA CW	AA CW	AA	OBL: 5MM
	(30/01/2015)	(27/02/2015)	(30/09/2015)	
Centro Educativo Integral CENEICA III	A+ CW	A+ CW	A+	OBL: 2,2 MM
	(30/01/2015)	27/2/15	30/9/15	
Centro Educativo Integral CENEICA IV	A+ CW	A+ CW	A+	OBL: 2 MM
	(30/01/2015)	(27/02/2015)	(30/09/2015)	
Intervisatrade S.A.	AA	AA	AA	OBL: 5 MM
	(27/07/2011)	(25/01/2012)	(24/07/2012)	
Ecuaminot S.A.	N/A	N/A	N/A	USD 450 mil
Red Mangroveinn S.A.	A	A	A -	OBL: 1,2 MM
	(24/12/2014)	(30/06/2015)	(30/09/2015)	
Red Mangroveinn S.A.	AA	AA	A-	PC: 1 MM
	24/12/14	(30/06/2015)	(30/09/2015)	
Red Mangroveinn S.A. II	AA	AA	A-	OBL: 1,5 MM
	(30/04/2014)	24/12/14	(30/09/2015)	
Constructora Hidrobo Estrada	B+	B+	B-	OBL 4 MM
	(31/10/2014)	(30/04/2015)	(31/07/2015)	
Tecnifertpac	A CW	B	C (CW)	OBL 2 MM
	(28/02/2015)	(31/07/2015)	(30/09/2015)	
Segundo Eloy Corrales e Hijos SECOHI	A+	A+	A+	OBL 5 MM
	(30/09/2014)	(31/03/2015)	(30/09/2015)	
	A	A	A+	PC 2 MM
	(28/06/2010)	(26/08/2011)	(18/10/2012)	
Constructores y Servicios de Mineria CONSERMIN	B	C	D	OBL 4 MM
	(30/03/2015)	(26/05/2015)	(29/10/2015)	
Alfadomus	A	A	A	Obl 5MM
	(27/01/2012)	(29/11/2013)	(14/08/2015)	

Anexo I: Emisores Suspendidos

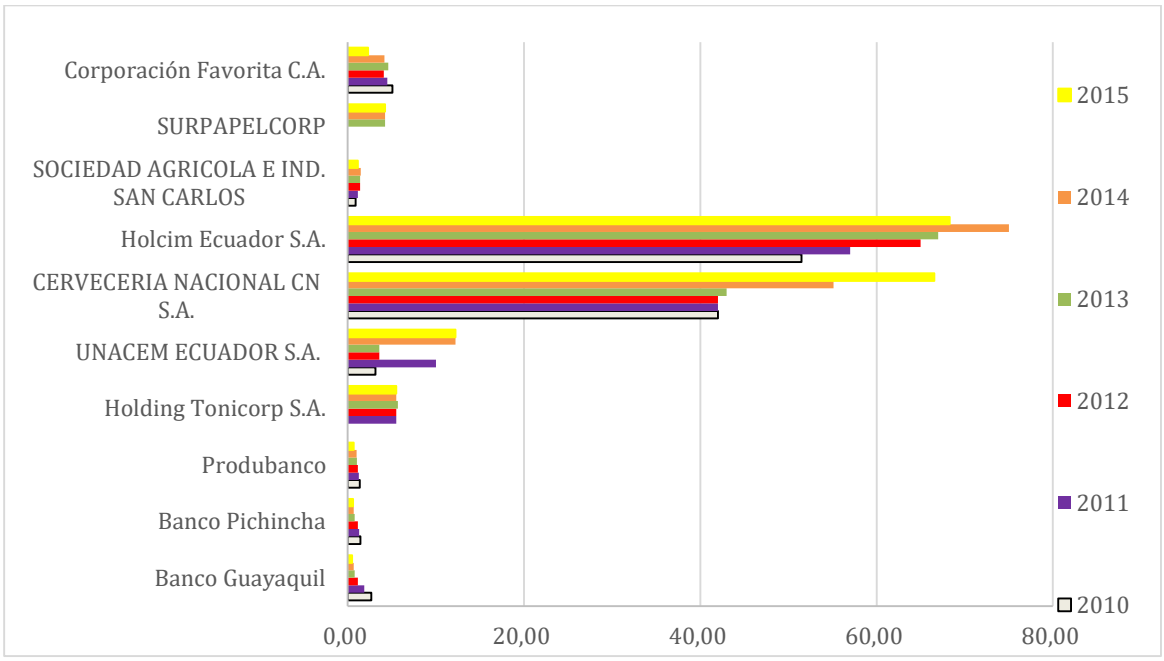
Emisor	**Trasante Penúltima Calificación**	**Penúltima Calificación**	**Última Calificación**	**Monto Emisión**
FORMAS Y ACCESORIOS FORMAC S.A.	***	***	A	1,25
			(30/03/2011)	
SOLAREX S.A.	A+ (31/10/2011)	C (CW) (26/12/2013)	E	1,3
			(27/03/2014)	
ANGLO AUTOMOTRIZ S.A. (ANAUTO)	AA	A (CW)	E	OBL 2013: 5MM

	(29/05/2014)	(31/12/2014)	(30/01/2015)	OBL 2012: 4,5 MM
INMOBILIARIA TERRABIENES S.A.	AA	AA	E	OBL 2014: 4 MM
	(28/02/2014)	(27/08/2014)	(30/01/2015)	OBL: 3 MM
LA CASA DEL ELECTRODOMESTICO ELECTROEXITO S.A	A CW	A- CW	C CW	OBL: 10 MM
	(20/12/2013)	(31/07/2014)	(31/03/2015)	
INSTALACIONES ELECTROMECÁNICAS S.A. INESA	AA	AA	AA	OBL: 2MM
	(28/02/2014)	(28/08/2014)	(29/05/2015)	
ECUAFONTES S.A.	B+ CW	C CW	D CW	OBL: 2MM
	(30/12/2014)	(31/03/2015)	(29/05/2015)	
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS BIRA	AA+	C	C	14 MM
	(31/10/2013)	(29/04/2014)	(31/07/2015)	
QUIMPAC ECUADOR S.A. QUIMPACSA	AA+	AA+	AA+	4 MM
	(28/03/2014)	(31/10/2014)	(24/06/2015)	12 MM

Anexo J: Variación porcentual en los montos invertidos por tipo de titulo

	2011	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
CERTIFICADOS DE TESORERÍA	593,57%	5,7%	-11,73%	947,3%	-14,32%
CERTIFICADOS DE INVERSIÓN	-45,10%	156,7%	57,26%	52,4%	-10,05%
TITULARIZACIONES	98,21%	10,5%	-44,05%	-7,3%	-80,48%
CERTIFICADOS DE DEPÓSITO	-67,97%	172,5%	-30,92%	105,0%	-39,29%
PAPEL COMERCIAL	61,27%	172,2%	50,59%	6,2%	-20,04%
BONOS DE ESTADO	-84,08%	508,8%	-96,05%	2182,1%	-5,50%
OBLIGACIONES CORPORATIVAS	-14,85%	214,7%	-22,15%	26,0%	-33,69%
LETRAS DE CAMBIO	17,09%	625,5%	-43,30%	11,4%	21,37%
REPORTO	95,77%	89,9%	-4,51%	319,4%	-82,71%
PÓLIZAS DE ACUMULACIÓN	-77,97%	267,5%	160,24%	-24,5%	-8,83%
OTROS (EJ: NOTAS DE CRÉDITO)	21,46%	59,5%	925,32%	-52,0%	11,93%

Anexo K: Precio de acciones de las empresas del Ecuindex



Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Pierina Nuques