



**FACULTAD DE ECONOMÍA Y CIENCIAS EMPRESARIALES**

**DIAGNÓSTICO DEL PROYECTO DE LEY DE MERCADO DE VALORES  
ACTUAL Y SU INCIDENCIA EN EL DESARROLLO DEL MERCADO DE  
ACCIONES**

Trabajo de Investigación que se presenta como requisito para optar el título  
el grado de Ingeniería en Ciencias Empresariales, concentración en Gestión  
Empresarial y Finanzas

**Autor**

ANDRES SANTIAGO DURÁN PROAÑO

**Tutor**

ECONOMISTA LUIS ALBERTO CABALLERO

SAMBORONDÓN, OCTUBRE DE 2012

ECUADOR

## DEDICATORIA

---

Dedico este trabajo a mis padres,  
como un pequeño gesto de gratitud  
por toda su entrega.

---

## AGRADECIMIENTOS

---

Agradezco a Dios, por el regalo de la vida, por su ayuda, generosidad y la familia con la que me ha bendecido.

---

Agradezco a mis padres, por todo el esfuerzo y amor con que me han dado y enseñado todo en la vida; principalmente por haberme transmitido la fe.

---

Agradezco a mis hermanas, a mi abuelo y a mi familia en general, que me han soportado, ayudado y motivado en todos estos años para llegar a la conclusión de mis estudios universitarios.

---

Agradezco a todos mis profesores, a mi tutor de tesina y a todos los directivos de mi facultad y de la universidad, por compartir sus conocimientos y hacer posible el sueño de prepararme académicamente.

---

Agradezco a mis amigos por hacer de la universidad una experiencia maravillosa.

---

Finalmente, agradezco a la Fundación Leonidas Ortega Moreira, que con su promoción de la educación y la cultura, viabilizaron mis estudios superiores.

## **INDICE GENERAL**

DEDICATORIA .....	i
AGRADECIMIENTOS.....	ii
INDICE GENERAL.....	iii
INDICE DE CUADROS.....	vii
INDICE DE GRÁFICOS.....	viii
RESUMEN.....	ix
INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO I.....	2
EL PROBLEMA.....	2
1.1    PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	2
1.1.1    Problematización.....	2
1.1.2    Delimitación del Problema.....	3
1.1.3    Formulación de Problema.....	4
1.1.4    Sistematización del Problema.....	4
1.1.5    Determinación del tema.....	4
1.2    OBJETIVOS.....	4
1.2.1    Objetivo general.....	4
1.2.2    Objetivos específicos.....	5
1.3    JUSTIFICACIÓN.....	5
CAPÍTULO II.....	7
MARCO REFERENCIAL.....	7
2.1    MARCO TEÓRICO.....	7
2.1.1    Antecedentes históricos.....	7
2.1.2    Antecedentes referenciales.....	11
2.1.3    Fundamentación.....	13
2.1.3.1    Macroeconomía Ecuatoriana.....	13
2.1.3.2    Generalidades sobre Mercado de Valores.....	17
2.1.3.3    Mercado de valores ecuatoriano.....	19
2.2    MARCO LEGAL: LEY DE MERCADO DE VALORES.....	23

2.2.1 Estructura Orgánica.....	23
2.2.2 Bolsa de Valores.....	24
2.2.3 Intermediación de valores.....	25
2.2.4 Calificadoras de riesgo .....	26
2.3 MARCO CONCEPTUAL.....	26
2.4 HIPÓTESIS Y VARIABLES .....	28
2.4.1 Hipótesis general.....	28
2.4.2 Hipótesis particulares .....	28
2.4.3 Declaración de variables .....	29
2.4.4 Operacionalización de variables.....	30
CAPÍTULO III.....	32
MARCO METODOLÓGICO.....	32
3.1 TIPO Y DISEÑO DE INVESTIGACIÓN .....	32
3.2 LA POBLACIÓN Y LA MUESTRA .....	33
3.2.1 Características de la población .....	33
3.2.2 Tipo de muestra .....	33
3.3 LOS MÉTODOS Y LAS TÉCNICAS .....	33
3.3.1 Métodos teóricos.....	33
3.3.2 Métodos empíricos.....	34
3.3.3 Técnicas e instrumentos de la investigación .....	34
3.4 PROPUESTA DE PROCESAMIENTO ESTADÍSTICO DE LA INFORMACIÓN .....	35
CAPÍTULO IV.....	36
PROPUESTA DE LEY .....	36
4.1 INTRODUCCIÓN.....	36
4.2 TEMA.....	36
4.3 JUSTIFICACIÓN.....	36
4.4 FUNDAMENTACIÓN.....	37
4.5 OBJETIVOS.....	40
4.6 ALCANCES DE LA PROPUESTA DE LEY .....	40

4.6.1	Estructura Orgánica .....	41
4.6.2	Bolsas de Valores e Intermediación de Valores .....	43
4.6.3	Mercado Alternativo .....	43
4.6.4	Banca de Inversión.....	44
4.6.5	Calificadoras de Riesgo .....	45
4.6.6	Clubes de Inversión.....	46
4.6.7	Beneficios fiscales.....	46
4.6.8	Control de la Superintendencia y Regulación del Mercado.....	47
4.6.9	Otras incorporaciones .....	48
CAPÍTULO V.....		49
ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE ENTREVISTASY VALIDACIÓN DE HIPÓTESIS.....		49
5.1	ENTREVISTAS.....	49
5.1.1	Ministerio Coordinador de la Política Económica .....	49
5.1.2	Superintendencia de Compañías .....	50
5.1.3	Casa de Valores.....	51
5.1.4	Calificadora de riesgo.....	52
5.1.5	Declaraciones del Ejecutivo .....	54
VERIFICACIÓN DE HIPÓTESIS .....		<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Hipótesis particulares .....		<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Hipótesis.....		<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Propuesta / Objetivos PLMV .....		<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Hipótesis general.....		55
6.	CONCLUSIONES.....	56
7.	RECOMENDACIONES .....	58
8.	ESQUEMA DE TRABAJO .....	59
8.1	TALENTO HUMANO.....	59
8.2	RECURSOS Y MEDIOS DE TRABAJO .....	59
8.3	RECURSOS FINANCIEROS .....	59
8.4	CRONOGRAMA DE TRABAJO .....	59
9.	BIBLIOGRAFÍA DE INVESTIGACIÓN .....	60

10. ANEXOS..... 64  
ANEXO 1 ..... 64  
ANEXO 2 ..... 65  
ANEXO 3 ..... 66  
ANEXO 4 ..... 67  
ANEXO 5 ..... 69  
ANEXO 6 ..... 72  
ANEXO 7 ..... 75  
ANEXO 8..... 78

## **INDICE DE CUADROS**

<b>Tabla 1.</b> Balanza Comercial I cuatrimestre 2012.....	<b>14</b>
<b>Tabla 2.</b> Reserva Internacional de Libre Disponibilidad.....	<b>14</b>
<b>Tabla 3.</b> Componentes del PIB (en términos reales y porcentuales).....	<b>15</b>
<b>Tabla 4.</b> Desempleo y subempleo.....	<b>15</b>
<b>Tabla 5.</b> Remesas de Emigrantes.....	<b>16</b>
<b>Tabla 6.</b> Depósitos en Bancos Privados.....	<b>16</b>
<b>Tabla 7.</b> Nivel de Créditos Banca Privada.....	<b>17</b>
<b>Tabla 8.</b> Comparativo negociaciones Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil.....	<b>20</b>
<b>Tabla 9.</b> Transacciones consolidadas en las Bolsas de Valores 2010 - 2011.....	<b>20</b>
<b>Tabla 10.</b> Porcentaje de participación por tipo de renta de las transacciones en las bolsas de valores.....	<b>21</b>
<b>Tabla 11.</b> Autorizaciones Totales de Oferta Pública. Periodo: 2005-2010.....	<b>22</b>
<b>Tabla 12.</b> Autorización Oferta Pública vs. Crédito Bancario.....	<b>22</b>
<b>Tabla 13.</b> Montos negociados como % PIB.....	<b>37</b>
<b>Tabla 14.</b> Relación Mercado de valores - Mercado financiero.....	<b>38</b>
<b>Tabla 15.</b> Número de emisores.....	<b>38</b>

## **INDICE DE GRÁFICOS**

<b>Ilustración 1.</b> Mercados Financieros.....	<b>19</b>
<b>Ilustración 2.</b> Organigrama Mercado de Valores.....	<b>24</b>
<b>Ilustración 3.</b> Instituciones bursátiles vinculadas a Instituciones Financieras.....	<b>25</b>
<b>Ilustración 4.</b> Capitalización como % del PIB.....	<b>39</b>
<b>Ilustración 5.</b> Cartera de Crédito Comercial y Microempresa Mayo/2012.....	<b>39</b>
<b>Ilustración 6.</b> Organigrama propuesto Mercado de Valores.....	<b>42</b>

## **RESUMEN**

En el 2011 el Gobierno presentó a la ciudadanía el primer borrador de Proyecto de Ley del Mercado de Valores. A partir de este momento los diversos sectores que lo envuelven se han pronunciado y se han realizado innumerables modificaciones.

El presente análisis, surge del cuestionamiento académico y profesional de cuál sería la incidencia que tendría la aprobación del Proyecto de Ley de Mercado de Valores en el desarrollo del Ecuador. Académico, por cuanto en la cátedra recibida siempre se habló al respecto como una alternativa importante; y, profesionalmente, en virtud de que he podido trabajar ligado a mercados de valores internacionales y evidentemente, estos constituyen una de las patas en las que se asienta el desarrollo de las economías.

A nivel mundial, el mercado de valores es ampliamente difundido y utilizado por los diversos sectores de la economía industrial y de servicios, tanto públicos como privados. En el caso del Ecuador, no es así, ¿por qué? Hay factores culturales y de forma, que han limitado el acceso de los empresarios y ciudadanos, en general, a este.

La manera más adecuada de saber cómo desarrollar el mercado de capitales en el país, es en base a la experiencia; experiencia de otras economías de la región y experiencia de los principales actores de nuestro medio. Por ello, en base a entrevistas a casas de valores, bolsas de valores, empresarios, órganos de regulación, académicos, entre otros; se ha llegado a importantes conclusiones y recomendaciones.

Pero la sentencia general concluye que *un adecuado y moderno marco legal, que regule el desempeño del mercado de valores, es importantísimo para el desarrollo del país; pero este es simplemente una herramienta, no la solución al problema.* Es vital que, de aprobarse este proyecto de ley, se acompañe con políticas públicas de difusión y apoyo, que fomenten la utilización del mercado de valores como medio de inversión o financiamiento.

## **INTRODUCCIÓN**

A finales de los 70 aparecen las bolsas de valores en Quito y Guayaquil como instituciones y, con ello, nace en el Ecuador uno de los mercados más importantes que ha visto la humanidad: el Mercado de Capitales. A través de la historia, la evolución de estos mercados, marca una importante diferencia entre las economías del mundo. Pues países con mercados de valores desarrollados, como el NYSE en Estados Unidos, o BOVESPA en Brasil, por citar un par de ejemplos, poseen economías empresariales altamente desarrolladas y conforman corporaciones multinacionales, que han sabido aprovechar las bondades de este mercado.

Financiar capital de trabajo de manera directa, a costos inferiores y plazos más largos, en relación a los del sector financiero tradicional, son las características de todo mercado de valores. En nuestro país, no se han explotado ampliamente estas bondades; pues carece de difusión, no existe una cultura financiera alineada y el acceso a este negocio es exclusivo.

Legalmente, el Mercado de Valores ecuatoriano, es jurídicamente normado desde 1993. A lo largo del tiempo, este mercado ha tenido períodos que vislumbraban una gran oportunidad, pero la inestabilidad política y los escándalos de corrupción económica, han truncado su crecimiento.

En la actualidad se ha venido construyendo un Proyecto de Ley que pretende revitalizar este segmento de la economía. Muchos países desarrollados poseen mercados de valores eficaces, que traducen el ahorro en inversión. El objetivo del Proyecto de Ley de Mercado de Valores del Ecuador propende a ello. Reformas, ideas, conceptos y políticas nuevas caracterizan al proyecto de ley motivo del presente estudio, pero ¿son las adecuadas?, ¿son realmente necesarias?, ¿constituyen la fórmula para activar el mercado de valores ecuatoriano?

A lo largo de este análisis, se pretende vislumbrar una respuesta fundamentada a estas interrogantes. La socialización, discusión y análisis objetivo de este Proyecto de Ley es imprescindible para construir una herramienta adecuada a las realidades culturales de nuestra sociedad, capaz de abarcar a las grandes mayorías y, así, aprovechar las bondades que nos ofrece el Mercado de Valores.

# CAPÍTULO I

## EL PROBLEMA

### 1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

#### 1.1.1 Problematicación

Con el establecimiento de las primeras bolsas de valores en las ciudades de Quito y Guayaquil en 1969, nace el mercado de valores en el Ecuador. El mercado de valores es el espacio donde se reúnen emisores e inversionistas de valores. Su función es la de captar recursos financieros a través de la compra y venta de instrumentos financieros, con el objetivo de financiar capital de trabajo de manera directa, a costos inferiores y plazos más largos en relación a los del sector financiero tradicional. Lastimosamente en el Ecuador este mercado está poco desarrollado. A nivel internacional se evidencia que los países con mercados de capitales más desarrollados tienen mejores perspectivas de crecimiento. Es por esto que el mercado bursátil en el Ecuador debe fortalecer varios aspectos.

Uno de los puntos sobre los cuales es fundamental trabajar, es la falta de cultura financiera, de inversión y de ahorro. Es reducido el número de personas que conocen sobre los aspectos relacionados al mercado de valores y generalmente son aquellas personas o profesionales que se desenvuelven en torno a él; mientras que la gran mayoría carece de información y ve limitadas sus alternativas de inversión. En contra partida, gran número de actores del sector productivo ha recurrido al sector financiero, más concretamente al crédito comercial, que en la mayoría de los casos es de un plazo inferior a un año; siendo difícil recuperar la inversión y pagar el préstamo.

Otro factor que impidió el desarrollo del mercado de capitales es la coexistencia de dos Bolsas de Valores en el país, con un mercado geográficamente limitado y una estructura empresarial básicamente mayoritaria de carácter familiar. Si bien a inicios del 2012 entró en vigencia el Sistema Interconectado Único Bursátil (SIUB)<sup>1</sup>, que integra técnica, legal, operativa e informáticamente a las Bolsas de Quito y Guayaquil, todavía no se completa una plena integración en el proceso. A lo largo de los años, esto ha conllevado a una liquidez segmentada y a un incipiente mercado secundario, especialmente de acciones. En el 2010 el monto negociado en acciones en el mercado de valores del Ecuador, representó solamente el 0.97% del PIB. Por ello, es importantísimo ampliar el mercado de valores

---

<sup>1</sup> (El Telégrafo, 2012).

nacional sólida y estructuralmente bien unificado para lograr eficiencia, desarrollo empresarial y, posteriormente, aspirar a una integración regional.

Para que el emprendedor vea en el mercado de valores una alternativa real y efectiva para el endeudamiento a largo plazo, es fundamental aumentar su confianza y seguridad, estas son sin duda variables claves para el éxito del mercado. Lastimosamente las principales instituciones encargadas de regular y controlar el mercado de valores, el Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías, son instituciones que no se han logrado consolidar en este tema. Se precisa de una regulación y supervisión con autoridad y fortaleza, de modo que generen eficiencia, confianza y seguridad al mercado.

Un aspecto importante para el desarrollo de los mercados de valores, es la necesidad de contar con legislación que incentive la interacción de los diferentes partícipes y políticas de Estado que fomenten la utilización de instrumentos financieros alternativos. Ejemplos de este tipo de alternativas, en países con mercados de capitales más desarrollados, son incentivos fiscales o tratamiento diferenciado a la inversión extranjera, entre otros.

El cambio de mentalidad tradicionalista de muchos empresarios y la capacitación que pueden recibir muchos emprendedores, es la fase inicial para romper paradigmas culturales en cuanto a inversión bursátil. Es necesario tener políticas de Estado que impulsen el mercado de valores y fomenten la cultura de invertir a largo plazo, impulsar la unificación del mercado nacional y el desarrollo de nuevos productos que traduzcan el ahorro en inversión; y dotar de un marco jurídico adecuado que permita regulación y control de los mercados para seguridad de los inversionistas nacionales y extranjeros.

### **1.1.2 Delimitación del Problema**

Esta investigación en forma general se llevará a cabo en la República del Ecuador, provincia del Guayas, ciudades Guayaquil y Quito, y más particularmente las Bolsas de Valores, el Ministerio de Coordinación de la Política Económica, la Superintendencia de Compañías, el Consejo Nacional de Valores, las Casas de Valores suscritas a las Bolsas de Valores y participantes en general del Mercado de Valores ecuatoriano.

Se tomará como tiempo referencial los últimos cinco años de información bursátil de las Bolsas de Valores, tanto en papeles renta fija como de renta variable.

El universo de estudio, para esta investigación serán funcionarios de las entidades previamente detalladas; también se consultará con expertos que

desarrollan estructuraciones para emisiones en bolsa, corredores de bolsa e inversionistas.

### **1.1.3 Formulación de Problema**

¿Qué incidencia tendría la aprobación del Proyecto de Ley de Mercado de Valores en el desarrollo del Ecuador?

### **1.1.4 Sistematización del Problema**

- ¿Existen problemas técnico – operativos tras la unificación virtual de las dos Bolsas de Valores existentes en el Ecuador?
- ¿A qué se debe la falta de cultura financiera de la población del Ecuador en el desarrollo del Mercado de Valores?
- ¿Cómo incide el poco desarrollo del mercado de acciones en el crecimiento empresarial?
- ¿Cómo se puede proteger al inversionista de capitales a través de la Bolsa de Valores de país, tanto nacional como extranjero?
- ¿Es importante la participación del Banco del Afiliado en el mercado de capitales?

### **1.1.5 Determinación del tema**

Análisis del Proyecto de Ley de Mercado de Valores y su incidencia en el desarrollo del Ecuador.

## **1.2 OBJETIVOS**

### **1.2.1 Objetivo general**

Diagnosticar la incidencia de la aprobación del Proyecto de Ley de Mercado de Valores en el desarrollo del Ecuador.

### 1.2.2 Objetivos específicos

- Identificar problemas técnicos – operativos por la unificación virtual de las dos Bolsas de Valores en el Ecuador.
- Proponer alternativas que fomenten cultura financiera en la población del Ecuador para el desarrollo del Mercado de Valores.
- Investigar la incidencia en el desarrollo del mercado de acciones en el crecimiento empresarial.

### 1.3 JUSTIFICACIÓN

Las economías más desarrolladas en la actualidad poseen mercados de valores altamente eficaces, lo que les permite traducir el ahorro de la colectividad en inversión. Este círculo virtuoso, donde se canalizan recursos a la productividad de un país, aumenta la riqueza de todos los participantes. Para identificar si la senda trazada por el Proyecto de Ley materia de este análisis, es idónea para alcanzar estos propósitos, es importante investigar profundamente su alcance y su incidencia en el desarrollo del país. De este estudio resultarán análisis críticos capaces de proponer alternativas a un mercado de valores actualmente deficiente, necesario como herramienta de progreso.

Lawrence Gitman define las Finanzas *como el arte y la ciencia de administrar el dinero*, y el mercado de valores es una poderosa herramienta para hacerlo. Saber manejar portafolios de inversión rentables o emitir títulos de participación bien estructurados requiere, sin duda, de un vasto conocimiento en Estadística, Finanzas Corporativas y ciencias afines; pero también requiere de un mercado que proporcione los instrumentos necesarios para hacerlo adecuadamente. Uno de los propósitos de esta investigación es justamente identificar cuáles son esos productos financieros con los que contará el sistema de valores o quiénes son los encargados de desarrollarlos como alternativa para los inversionistas y emisores.

Para lograr el objetivo planteado se entrevistará a representantes de los principales actores del mercado de valores: inversionistas, emprendedores, organismo de control y regulación, profesionales, etc., puesto que la compilación de experiencias logradas tanto en el campo nacional como internacional, más la práctica alcanzada en el ejercicio profesional, permitirán plantear políticas adecuadas a la realidad nacional. Los diferentes puntos de

vista nutrirán el contenido de esta investigación, que se espera sea una herramienta útil para emitir un juicio crítico adecuado de la actualidad y perspectiva del mercado de valores ecuatoriano.

La finalidad práctica de este trabajo investigativo es identificar, fundamentadamente, la realidad del Mercado de Valores, el desempeño de este sector de la economía y cuál es el panorama que se vislumbra con el Proyecto de Ley propuesto por el Ministerio de la Coordinación Política y Económica. Se podrá concluir en que etapa de desarrollo se encuentra el mercado de valores y cuáles son los pasos a seguir, para un desarrollo apropiado de este sector tan importante del mercado financiero, que ha despegado aún debido a la falta de promoción y de cultura bursátil en el Ecuador.

## CAPÍTULO II

### MARCO REFERENCIAL

#### 2.1 MARCO TEÓRICO

##### 2.1.1 Antecedentes históricos

La evolución de la economía a lo largo de la historia es fruto del crecimiento y la organización social de la humanidad, donde el mercado de valores fue ganando importancia hasta consolidarse como uno de los pilares del sistema financiero mundial vigente. En el Ecuador sus orígenes nos remontan casi 100 años en el tiempo, a través de los cuales su desarrollo ha seguido un curso evolutivo lento hasta llegar a constituirse como un cuerpo jurídicamente organizado. Esta evolución socio económica mundial significó *la producción y negociación de valores representativos de derechos económicos, sean patrimoniales o crediticios*<sup>2</sup>.

Los mercados de valores primitivos, muy básicos para como hoy los concebimos, tienen su génesis en las culturas clásicas. Es así que en Grecia surge el Emporio<sup>3</sup>, que era un lugar específico dentro de otra nación que los comerciantes utilizaban con fines de intercambio. Emporios famosos fueron Sais, Elim, Elat, etc., en donde negociaban variadas materias primas como tejidos, betún, incienso, mirra, entre otros. Estos emporios funcionaban de forma muy similar a las colonias europeas de comercio en China años después (Birley, 1999). Por otro lado, en Roma se introduce el concepto de horarios para las negociaciones con el “Collegium Mercatorum<sup>4</sup>”, en el que los comerciantes se reunían periódicamente a una hora fija establecida (Grupo Financiero Acobo, 2010).

El desarrollo original de los mercados de valores estaba ligado con el intercambio de mercaderías, es así como los Países Bajos e Inglaterra, potencias comercial y navales, son los pioneros en instituir las Bolsas de Valores. Brull (2007, pág. 13) resume este proceso:

En Brujas<sup>5</sup>, Bélgica, se acuña el término “Bolsa”, en el seno de la familia de banqueros Van der Bursen, quienes organizaban rondas de negociación de títulos valores en su palacio. La Bolsa de Valores como institución, se remonta a finales del siglo XV en el Medioevo de Europa Occidental. Es allí cuando se inician

---

<sup>2</sup> Tomado de la página web de la Bolsa de Valores de Quito (Bolsa de Valores de Quito).

<sup>3</sup> En griego ἐμπόριον, 'empóron' (Fundación Wikipedia, Inc., 2011).

<sup>4</sup> Fundado en Roma, en el V° a.C. (Crónica Económica, 2009)

<sup>5</sup> Región de Flandes.

ferias y se comienza la práctica de las transacciones de valores de carácter mobiliario y otros títulos valor. La primera institución bursátil contemporánea fue la Bolsa de Amberes<sup>6</sup>, creada en 1490. Posteriormente se creó la Bolsa de Londres en 1570...

En el año 1602, la Compañía holandesa de las Indias Orientales Unidas<sup>7</sup>, que fue la mayor y la más imponente de las empresas comerciales europeas de la era moderna que operaron en Asia (UNESCO), poseía poderes cercanos a los de un gobierno: incluyendo la potestad de declarar la guerra, negociar tratados, acuñar moneda y establecer colonias (Ames, 2008); por lo que funda la Bolsa de Valores de Ámsterdam para negociar activos financieros. Esta es considerada como la Bolsa de Valores más antigua del mundo.

Hoy en día, la Bolsa de New York es el mayor Mercado de Valores del mundo en volumen monetario y el primero en número de empresas adscritas. Su origen se remonta al año 1792 y fue creada en 1817 con la finalidad de poder controlar el flujo de acciones que, en aquellos tiempos, era negociado libremente y principalmente en la acera de Wall Street (Fundación Wikipedia, Inc., 2011).

Con el devenir del tiempo, este primitivo intercambio físico de papeles se fue sofisticando. Ejemplos de mercados bursátiles desarrollados en el mundo son el *NYSE* y el *NASDAQ*. El *New York Stock Exchange*, *NYSE*, es un lugar de intercambio físico de activos financieros transados entre emisores e inversionistas. Si bien existe un alto grado de interacción humana entre bróker y los especialistas de planta, las computadoras y los diferentes *software*, desarrollados específicamente para este proceso, cumplen un rol fundamental. Por otro lado, el *NASDAQ* funciona de manera similar al *NYSE*, la diferencia radica en que en el *NASDAQ*, el proceso de compra venta de activos financieros se realiza en su totalidad a través de una red virtual, eliminándose así la interacción humana física; esto ha favorecido su crecimiento a nivel mundial.

En el Ecuador el proceso de desarrollo de los mercados de valores empezó más de dos siglos después con referencia al viejo continente; y su grado de desarrollo todavía no ha alcanzado estándares mundiales. Según la recopilación histórica de la Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil<sup>8</sup>, el proceso del sistema bursátil nacional, se remonta al 4 de noviembre de 1831, apenas un año y medio después del nacimiento del Ecuador como República, cuando entra en vigencia el Código de Comercio

---

<sup>6</sup> Bélgica.

<sup>7</sup> *Vereenigde Oostindische Compagnie* o *VOC* en holandés (Fundación Wikipedia, Inc., 2011).

<sup>8</sup> Tomado de la página web de la Bolsa de Valores de Guayaquil (Bolsa de Valores de Guayaquil).

de España; pero es solo hasta 1882, es decir 50 años después, con la entrada en vigencia del Código de Comercio Ecuatoriano, que aparece en el escenario el concepto de bolsas de Comercio. Para 1884 se crea la Bolsa Mercantil de Guayaquil con la aportación de acaudalados comerciantes de la región. En esta bolsa llegaron a cotizar hasta 20 empresas. El boom de cacao enmarcaba el contexto económico del Ecuador de la época<sup>9</sup>.

El Código de Comercio de Alfaro, que entrara en vigencia en 1906 no estimuló sustancialmente el desarrollo del mercado de valores. Se necesitó de 30 años más, hasta que en 1935 se estableció en Guayaquil la denominada Bolsa de Valores y Productos del Ecuador. Ésta tampoco corrió con mejor suerte debido a varios factores: era reducida la oferta de títulos valor; el nivel de ahorro del país era bajo; falta de cultura de inversiones financieras; incipiente estructura industrial; y, alteraciones de orden político (Jimenez, 2001).

En el año 1964, se expide la ley de la Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional. Este cuerpo jurídico, sumado a la bonanza económica del país, permitió que esta institución promueva la creación de las bolsas de valores en el Ecuador. Finalmente el 26 de marzo de 1969 se expidió la Ley N° 111, que facultaba la creación de las bolsas de valores; siendo Agosto y Septiembre de ese las fechas en que se constituyeron las Bolsas de Guayaquil y Quito, respectivamente, como compañías anónimas.

En 1976 se estableció la obligatoriedad de negociar diversos tipos de papeles a través de las Bolsas, por lo que la participación del Estado en los primeros años fue preponderante. Los títulos de mayor negociación incluían: Cédulas Hipotecarias, Bonos del Estado, Notas de Créditos, Avaales Bancarios, entre otros; entre tanto las negociaciones de capitales de riesgo significaban menos del 1%.

El 28 de Mayo de 1993 se expide la primera Ley de Mercado de Valores e incorporaba algunos aportes significativos, como el cambio de la naturaleza de las bolsas de valores de compañías anónimas a corporaciones civiles sin fines de lucro. Además se constituyen las casas de valores (en lugar de los agentes de bolsa) y las administradoras de fondos (MERCADO DE VALORES, 2011). A raíz de la aprobación de ésta ley la estructura de negociaciones bursátiles del país fue variable entre los títulos de renta fija y variable.

En 1993 y 1994, el 70% del total negociado en bolsa, fueron papeles de renta variable, relegando los papeles de renta fija a un segundo plano. Este período de tiempo significó un momento de desarrollo importante del

---

<sup>9</sup> Corporación Andina de Fomento (El modelo agroexportador del Ecuador, 1996).

Mercado de Valores, básicamente debido a la estabilidad económica del país. Adicionalmente, durante esos años se aprobó la Ley de Mercado de Valores, previamente mencionada; la Corporación Financiera Nacional afrontó un período de desinversión; y, al ser el mercado accionario muy sensible a las percepciones de la economía, éste creció.

A partir de 1995 el proceso de auge bursátil se vio frenado debido a los difíciles momentos políticos que atravesó el país. Primero con las denuncias de corrupción al ex-vicepresidente Alberto Dahik, acusado de malversar fondos de los Gastos Reservados y de quien se decía manejaba la política económica del país (Polastri Amat & Gutierrez). En el año 1996, en la presidencia de Abdalá Bucaram, saltaron a la luz diversos escándalos de corrupción que terminaron con el derrocamiento del entonces Presidente de la República; esto ahondó la falta de confianza en los inversionistas y muchos capitales extranjeros fueron ahuyentados. Un par de años más tarde el país se vio inmerso en la peor crisis económica de su historia, cuando los Bancos Privados congelaron los haberes de los depositantes. Esto sin duda marcó otro punto en contra del proceso de crecimiento del mercado de capitales.

Las figuras como inversionistas institucionales, el fideicomiso y la titularización surgen en 1998, con la aprobación de una nueva Ley de Mercado de Valores. En la actualidad estas figuras son protagonistas del mercado de valores ecuatoriano. Casi paralelamente, en la región austral del Ecuador, se creó la SATI, que fue una Bolsa de Valores Electrónica en Cuenca y se mantuvo operativa desde 1995 hasta 1997 cuando fue dada de baja.

Entre el año 2006 y 2007 un nuevo Proyecto de Ley de Mercado de Valores aparece en escena. Inicialmente la Superintendencia de Compañías lideró el proceso, posteriormente derivó en el Banco Central del Ecuador (BCE) y en la actualidad el Ministerio Coordinador de la Política Económica ha recopilado estos documentos para revisar los temas. Hoy en día se lo socializa en el Ecuador a través de foros, conferencias y medio electrónicos, sin ser masivo.

Éste incorpora diversas mejoras de carácter estructural, que a decir de sus promotores pretende una mayor protección al inversionista y acceso a una población mayor. Actualmente, el Ministerio de la Coordinación de la Política Económica, gestor de este proyecto de ley conjuntamente con la Superintendencia de Compañías, envió en Octubre del presente año la última versión del Proyecto de Ley al Ejecutivo, de quien se espera envíe su propuesta a la Asamblea Nacional para su debate y aprobación.

## 2.1.2 Antecedentes referenciales

Estudios de diferente carácter se han realizado en torno al mercado de valores ecuatoriano. En el afán de proponer un modelo de desarrollo adecuado del mercado, de los instrumentos, de los participantes, de los entes de regulación y control etc., muchos profesionales y estudiantes han invertido su tiempo y esfuerzo.

Es así, como se puede citar al “Proyecto de creación de estrategias para aumentar las negociaciones bursátiles en la BVG (Bolsa de Valores de Guayaquil)”, proyecto de graduación elaborado por Pamela Cuenca, Dennisse Contreras y Carlos Holguín, de la Escuela Superior Politécnica del Litoral, ESPOL (Cuenca, Contreras, & Holguín, 2010). Los temas que abarca éste proyecto, constituyen una importante fuente de información y complementan el análisis este estudio.

Es así que se adjunta un fragmento del bien logrado análisis crítico realizado sobre las ventajas de endeudarse o invertir en Bolsa para una empresa; entre las que destacan:

- Ampliación y diversificación de las fuentes de financiamiento con mejores condiciones: financiación barata y a largo plazo.
- Potenciar y mejorar su imagen... la empresa deberá cumplir con unos requisitos de transparencia e información...
- Contar con una valoración analítica, objetiva y concreta.
- Buenas prácticas gerenciales impulsadas a través de la presión de los capitalistas, quienes exigirán estrategias a mayor plazo en el tiempo.
- Nuevos y mayores rendimientos, complementarios a los tradicionalmente conocidos.
- Democratización de patrimonios, ya que la compra venta en Bolsa permite liberar parte de sus acciones para generar recursos capaces de crear otros activos.

Asimismo, ya en materia de investigación propiamente dicha, los estudiantes de la ESPOL realizaron entrevistas a los principales actores del mercado de valores: personas jurídicas, inversionistas y casas de valores; además de indagaciones en la Superintendencia de Compañías, fruto de las cuales se obtiene valiosa información a continuación detallada.

Con respecto a las empresas lo más importante a destacar son los resultados obtenidos en materia de fuentes de financiamiento de liquidez; percepciones del mercado de capitales en el Ecuador y las razones para invertir o no invertir en Bolsa. De acuerdo a cifras obtenidas tras el estudio,

en Guayaquil el 64% de las empresas optan por crédito al bancario; 34% de las empresas obtiene liquidez de préstamos de los propietarios; mientras que la liquidez que genera la Bolsa de Valores es recibida tan solo por el 2% de las empresas. Ante la evidente renuencia a salir a la Bolsa, los investigadores identificaron como las principales causas factores de carácter cultural, desinformación e inseguridad jurídica fruto de la inestabilidad política y legal del país. Posteriormente, los empresarios fueron cuestionados sobre los ventajas que encontraría al incursionar en Bolsa y un 70% reconoce que los puntos mayormente favorables son el acceso a liquidez y el mayor plazo de financiamiento.

En lo que compete a la información obtenida de los potenciales inversionistas entrevistados, hay un dato revelador respecto a la falta de cultura financiera. A la pregunta referente al nivel de conocimiento en materia bursátil, el 54% respondió que su conocimiento es casi nulo o regular, siendo la mayoría de entrevistados profesionales, personas con carreras técnicas o con título de 2do nivel. Un 27% consideran tener un buen grado de conocimiento del tema y menos de la quinta parte de la muestra considera tener efectivamente un muy buen grado de conocimiento del mercado de valores.

Por otro parte, se ha ubicado también el estudio titulado “Desarrollo del mercado de capitales en el Ecuador”, a cargo de Gloria María Polastri Amat, Economista en Gestión Empresarial, especialización Sector Público 1998; y el también economista César Gutiérrez profesor de la Escuela Superior Politécnica del Litoral desde 1994.

Uno de los puntos de análisis más interesantes a rescatar, es la percepción de riesgo que tiene un potencial inversionista y el rendimiento requerido para cubrir ese riesgo. Ésta tesis presenta un modelo bastante interesante del pensamiento del inversionista que desea participar en el mercado de valores ecuatoriano:

*Tasa de rendimiento esperada de una inversión = rendimiento internacional + riesgo de tipo de cambio + riesgo país.*

En un país inestable jurídicamente esta tasa esperada tiende a subir procurando cubrir el alto riesgo intrínseco, por lo que en principio, los potenciales inversionistas no se verían motivados a invertir en un Estado conflictivo. Este modelo ajustado a nuestra realidad histórica, explicaría, entre otras cosas, los motivos por los que no se ha desarrollado aún el mercado de capitales en el Ecuador, especialmente el de renta variable.

En términos más generales, el Proyecto de Ley de Mercado de Valores “*surge debido a la dinámica propia del mercado*”<sup>10</sup>, de un mercado pequeño, pero significativo en términos de volumen monetario, de acuerdo a la apreciación del Ministerio de la Coordinación de la Política Económica. Además, a decir del Coordinador de la comisión encargada de la elaboración del Proyecto de Ley, Ingeniero Álvaro Troya, es un mercado con un crecimiento mínimo de participantes año a año, es un mercado estancado; que, con el ahora Proyecto de Ley, pretende insertar a pequeños y medianos productores.

### **2.1.3 Fundamentación**

#### **2.1.3.1 Macroeconomía Ecuatoriana**

Previo análisis, es importante situar al Ecuador en su contexto social, político y económico. Por ello, en base a información obtenida del Banco Central del Ecuador<sup>11</sup>, Instituto Nacional de Estadística y Censos<sup>12</sup> y la firma Consultora Multienlace<sup>13</sup>, se puede definir el análisis debajo detallado.

En el campo económico es importante identificar tres áreas de injerencia directa en la problemática coyuntural del presente estudio: la inversión en la bolsa de valores como potenciadora del desarrollo ecuatoriano. Primero nuestra posición económica ante el mundo; segundo determinar nuestro nivel de ahorro, consumo e inversión; y, finalmente la situación del sistema financiero en término macroeconómicos.

En el año 2010, la balanza de pagos global anual, tuvo un déficit de \$1.212 millones de dólares; déficit medianamente reflejado en la reducción en la reserva internacional de libre disponibilidad entre diciembre 2009 y diciembre 2010; este déficit descendió a \$712 millones al cierre del 2011. El comportamiento de la balanza de pagos es altamente determinado por el comportamiento del precio del barril de petróleo, que en los últimos años se ha incrementado de \$52,56 dólares por barril de petróleo en el año 2009 a \$95,3 dólares por barril en el año 2011. La economía ecuatoriana es dependiente de la cotización y demanda del crudo a nivel internacional.

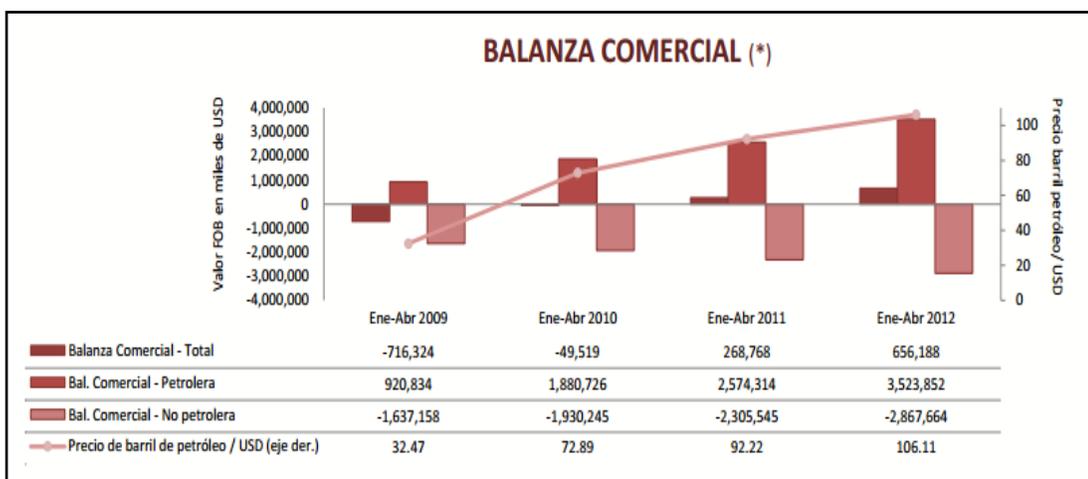
---

<sup>10</sup> Ing. Álvaro Troya – Ministerio de la Coordinación de la Política Económica (Troya, 2012).

<sup>11</sup> BCE (Banco Central Ecuatoriano).

<sup>12</sup> INEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos).

<sup>13</sup> TONI CORP (Holding Tonicorp, 2011).



**Tabla 1. Balanza Comercial I cuatrimestre 2012.**  
Fuente: BCE.

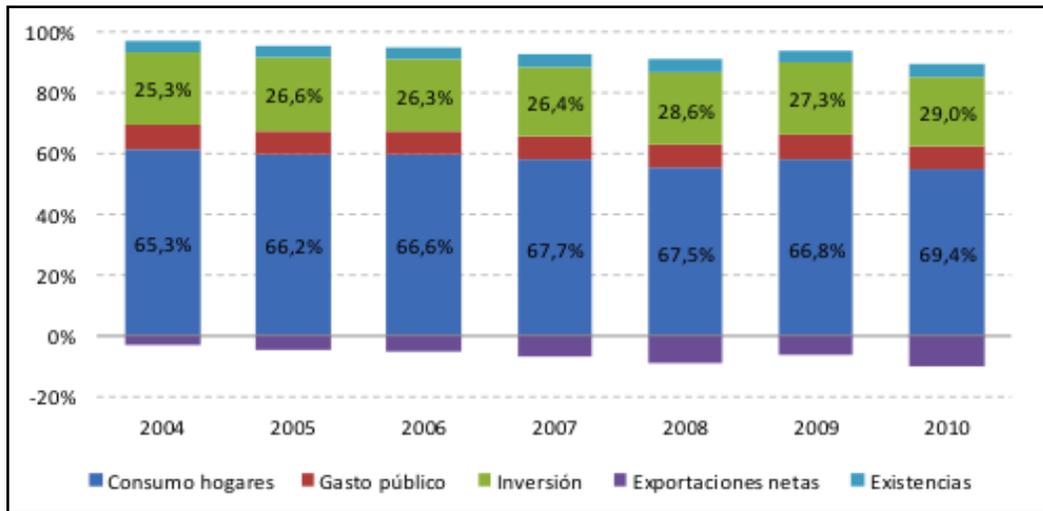
Durante el año 2011 la RILD se ubicó en el orden de alrededor de \$3.800 millones de dólares; manteniendo un nivel ligeramente superior a fines de junio del 2012, \$3.930 millones de dólares.



**Tabla 2. Reserva Internacional de Libre Disponibilidad.**  
Fuente: BCE.

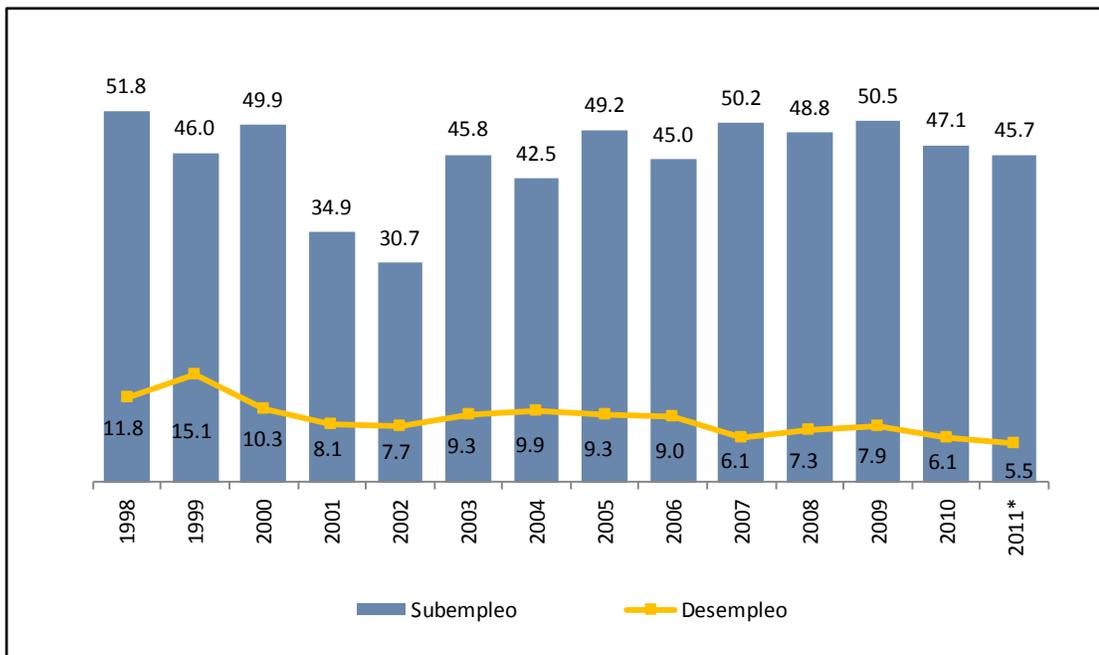
En cuanto al consumo, es importante analizar su relación con el Producto Interno Bruto real. El PIB real según el BCE, se ubicó en el 6.50% a diciembre del 2011 con una tendencia a mantenerse sobre los cinco puntos porcentuales para el año 2012; adicionalmente el Fondo Monetario Internacional prevé un crecimiento de la economía ecuatoriana del orden del 3,8% para el mismo período (Agencia EFE, 2011).

El componente que más influye en el crecimiento del PIB, es el consumo con alrededor del 70% al 2010.



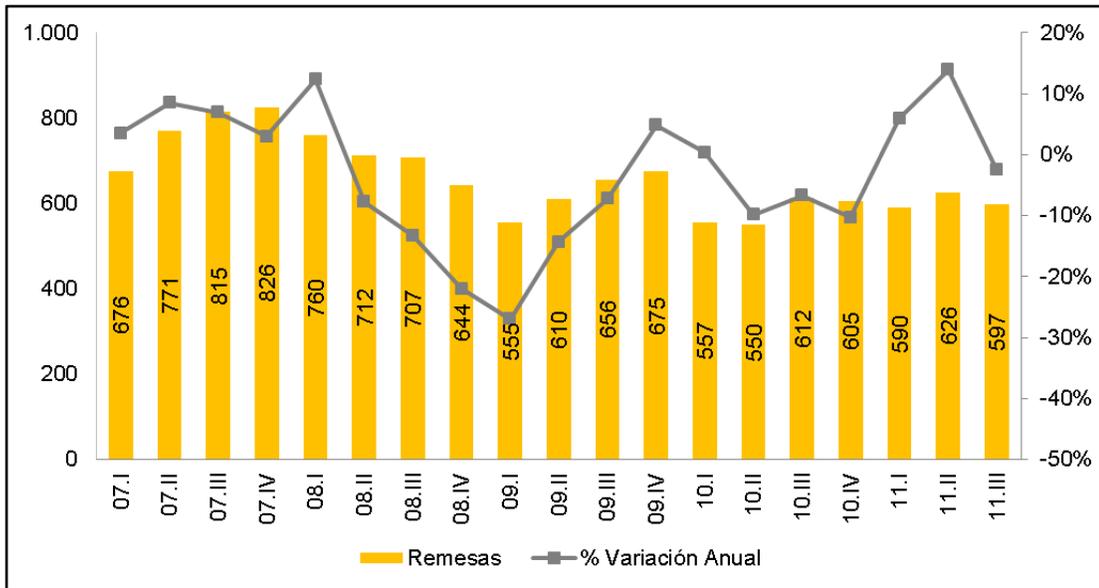
**Tabla 38. Componentes del PIB (en términos reales y porcentuales).**  
Fuente: BCE.

Otro indicador importante a considerar es el desempleo, mismo que ha tenido una evolución favorable a lo largo de los últimos años, ubicándose alrededor del 6,0% en promedio. No tan alentadoramente, el subempleo en los últimos 5 años se mantiene promediando los 47 puntos porcentuales.



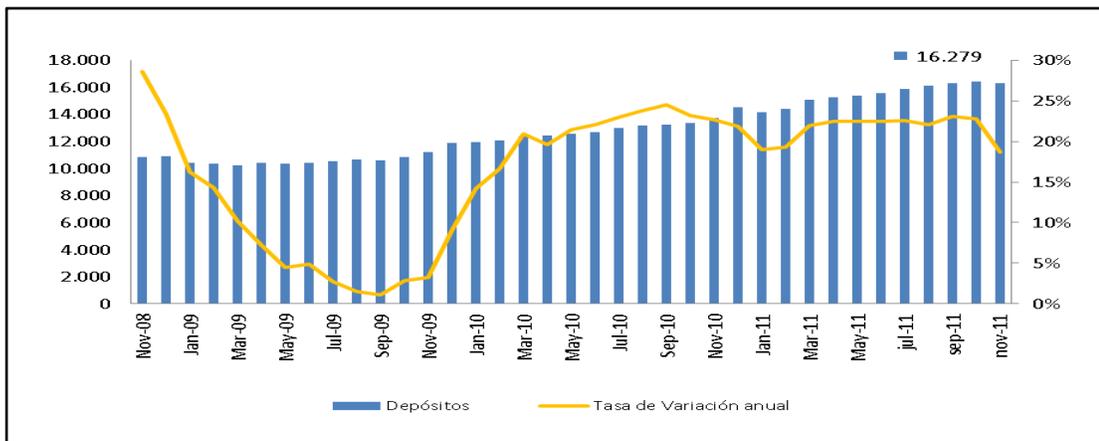
**Tabla 4. Desempleo y subempleo.**  
Fuente: INEC.

En cuanto a las remesas enviadas por los migrantes, estas han venido disminuyendo desde el 2007; misma que se explica por los problemas de desempleo y crisis económica en países como España e Italia, donde se asientan la mayor cantidad de ecuatorianos trabajando. A pesar de ello, en el 2011, los ingresos por concepto de remesas ascendieron a los \$2.674 millones de dólares; un 3,1% más altos que el 2010.



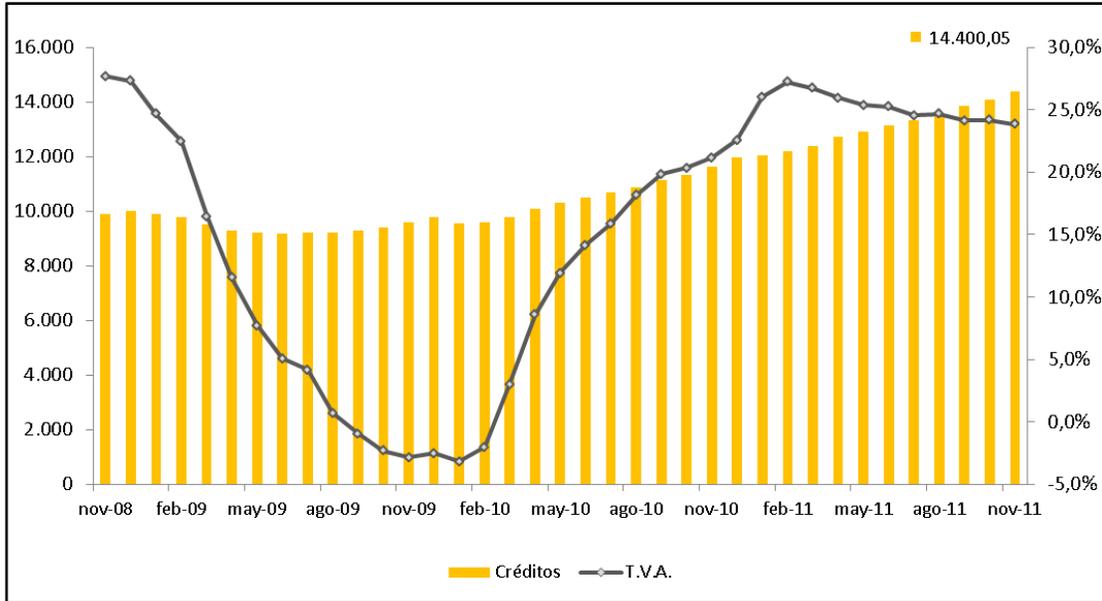
**Tabla 5. Remesas de Emigrantes.**  
Fuente: BCE.

En cuanto al sistema financiero ecuatoriano y a la liquidez de la economía, depósitos y créditos en bancos privados, estos tienen una tendencia creciente normal y las tasas de interés se encuentran más o menos constantes desde el 2010 a la fecha.



**Tabla 6. Depósitos en Bancos Privados.**  
Fuente: BCE.

Por otro lado, el nivel de créditos de Bancos Privados ha ido en aumento y a Julio del presente año se ubica en \$14.400 millones de dólares.



**Tabla 7. Nivel de Créditos Banca Privada.**  
Fuente: BCE.

Este fenómeno de creciente concesión de créditos responde a tres factores que actúan de modo concatenado. Por disposición gubernamental se han dispuesto limitaciones de la banca privada para mantener reservas en el extranjero; esto aumenta la liquidez en el Sistema Bancario; y, “no es rentable el dinero ocioso, por lo que se busca colocar en créditos” (Chiriboga, 2011).

En lo referente al mercado empresarial a nivel nacional, cabe destacar que en el Ecuador, como en la mayor parte del mundo, la mayoría de las empresas son familiares; estas constituyen el 90% del sector empresarial ecuatoriano (Amada Godoy Ruiz, 2011); la diferencia radica en el mecanismo de financiamiento al que acceden.

### 2.1.3.2 Generalidades sobre Mercado de Valores

El Mercado Financiero, en casi todos los países de la región y del mundo, se divide en tres mercados:

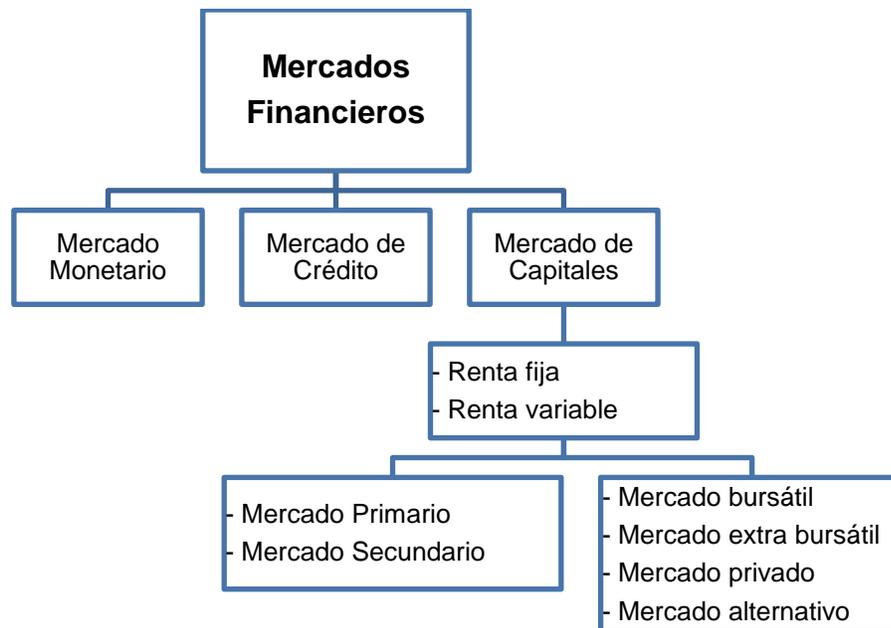
- Mercado Monetario
- Mercado de Crédito
- Mercado de Capitales

En el primer caso hablamos del mercado en el que se negocian productos altamente líquidos, como son billetes, monedas, depósitos a la vista, etc. Por su parte el mercado de crédito lo constituyen las operaciones crediticias con plazos mayores a 30 días, pero menores a un año; dentro de las que podemos destacar pólizas y certificados de depósito. Finalmente, el mercado de capitales se caracteriza por financiar operaciones a mediano y largo plazo y estar vinculados a la conformación empresarial de carácter productivo. Dentro de este último mercado, encontramos el Mercado de Valores, cuyo principal objetivo es volver recursos ilíquidos en activos líquidos y viceversa.

Para las transacciones realizadas en los primeros dos mercados descritos se recurre a las diversas Instituciones Financieras; mientras que las Bolsas de Valores son el lugar donde se encuentran ofertantes y demandantes del mercado de capitales. En ambos casos, el objetivo final es trasladar el ahorro del público a la inversión. La diferencia entre ambos radica básicamente en plazos y costos. El financiamiento bancario es a menor plazo y mayor costo, mientras que el financiamiento a través del mercado de valores es a mayor plazo y menor costo; obviamente, y por lo general (sin ser regla) el factor riesgo es menor en las Instituciones Financieras que en operaciones a través de la Bolsa.

También es importante conceptualizar el término *valor* para entender el carácter de éste mercado. Se entiende por valor al derecho o conjunto de derechos de carácter esencialmente económico, que son negociados a través de la Bolsa, en el Mercado de Valores. Como ejemplos tenemos: acciones, obligaciones, bonos, certificados de depósito, opciones, futuros, entre otros tantos. Dependiendo del tipo de papel, estos pueden representar una deuda o la participación patrimonial en una entidad.

Estos valores se dividen en dos grandes grupos: Valores de Renta Fija y de Renta Variable. Los primeros fijan un rendimiento independientemente de los resultados de la empresa emisora; mientras que la rentabilidad de los valores de renta variable está sujeta a desempeño del emisor. Ejemplos de valores de renta fija son pagarés, pólizas de acumulación, certificados de depósito, certificados de inversión, etc.; mientras que las acciones y las cuotas de participación constituyen básicamente los títulos de renta variable. La negociación de estos títulos se realiza a través de diversos mercados dependiendo de las características de la transacción.



**Ilustración 7. Mercados Financieros.**  
Elaboración: el autor.

### 2.1.3.3 Mercado de valores ecuatoriano

Actualmente en el Ecuador coexisten la Bolsa de Valores de Quito y la de Guayaquil. Estas *...son las corporaciones civiles, sin afán de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores*<sup>14</sup>. De acuerdo a la ley vigente entre sus principales obligaciones destacan:

- a. Impulsar un mercado de capitales integrado, informado, competitivo y transparente;
- b. Crear instalaciones, mecanismos y sistemas que propendan un mercado transparente, integrado e igualitario, que permitan la recepción, ejecución y liquidación de las negociaciones en forma rápida y ordenada;
- c. Salvaguardar que la información sea actualizada respecto a los valores cotizados, sus emisores, los intermediarios de valores y las negociaciones bursátiles, incluyendo las cotizaciones y los montos transados y remitirla a la Superintendencia de Compañías y al público en general;
- d. Facilitar el servicio de compensación y liquidación de valores; etc.

<sup>14</sup> Ley de Mercado de Valores 1998.

Históricamente el comportamiento, en términos de transacciones realizadas, de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, ha sido regular, a pesar de que se aprecian diferencias año a año. Un ejemplo de lo enunciado constituyen los siguientes datos: en el 2009 las transacciones realizadas en la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) superaron a aquellas que se realizaron en la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) en \$628,45 millones de dólares. Al año siguiente; esto es, en el 2010, los montos negociados en la BVQ ascendieron a \$2.713,94 millones de dólares, mientras que en la BVG el monto ascendió a \$2.379,45 millones de dólares, es decir alrededor de \$250 millones de dólares menos.

DETALLE DE TRANSACCIONES CONSOLIDADAS EN LAS BOLSAS DE VALORES					
(Montos en miles de dólares)					
AÑO	2007	2008	2009	2010	2011
Bolsa de Valores Quito	\$ 1.807.633,02	\$ 2.637.728,51	\$ 2.899.126,00	\$ 2.713.948,73	\$ 1.793.159,28
Bolsa de Valores Guayaquil	\$ 1.702.338,33	\$ 2.526.851,76	\$ 3.527.580,50	\$ 2.379.455,79	\$ 1.967.865,94
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 3.509.971,35</b>	<b>\$ 5.164.580,27</b>	<b>\$ 6.426.706,50</b>	<b>\$ 5.093.404,52</b>	<b>\$ 3.761.025,22</b>

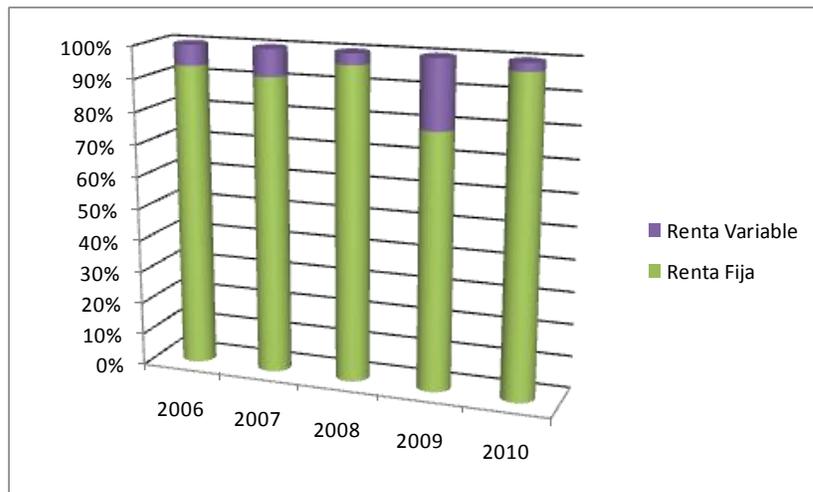
Tabla 8. Comparativo negociaciones Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil.  
Elaboración: el autor.

Por otro lado, para el registro de las operaciones de las Bolsas de Valores, la Superintendencia de Compañías divide las negociaciones de acuerdo al tipo de renta: Fija y Variable. Para el primer caso; esto es, Renta Fija, se clasifica en Sector Público y Sector Privado. Para el el Sector Privado se desglosan los valores que corresponden a: Sector Financiero y Sector Mercantil. Estos datos se los expresa en términos absolutos y relativos, diferenciando los que corresponden a la BVG de los que corresponden a la BVQ. En la *Tabla 9*, se ejemplifican las transacciones consolidadas de los últimos cinco años. Es importante destacar la separación del sector privado entre financiero y mercantil, ya que del total de transacciones, el sector financiero representa alrededor de la tercera parte.

(Montos en miles de dólares)								
	2010				2011			
	Quito	Guayaquil	Total Nacional		Quito	Guayaquil	Total Nacional	
	Valor	Valor	Valor	%	Valor	Valor	Valor	%
<b>Total (I+II)</b>	<b>2.713.949</b>	<b>2.379.456</b>	<b>5.093.405</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.793.159</b>	<b>1.967.866</b>	<b>3.761.025</b>	<b>100,00%</b>
<b>I. Renta fija (a + b)</b>	<b>2.657.225</b>	<b>2.307.478</b>	<b>4.964.702</b>	<b>97,47%</b>	<b>1.720.100</b>	<b>1.927.950</b>	<b>3.648.050</b>	<b>97,00%</b>
a) Sector público	1.176.099	1.047.935	2.224.034	43,66%	550.458	540.527	1.090.985	29,01%
b) Sector privado (b.1. + b.2.)	1.481.125	1.259.543	2.740.668	53,81%	1.169.642	1.387.423	2.557.065	67,99%
b.1. Financiero	1.025.689	886.317	1.912.007	37,54%	791.868	871.282	1.663.150	44,22%
b.2. Mercantil	455.436	373.225	828.662	16,27%	377.774	516.140	893.915	23,77%
<b>II. Renta Variable</b>	<b>56.724</b>	<b>71.978</b>	<b>128.702</b>	<b>2,53%</b>	<b>73.059</b>	<b>39.916</b>	<b>112.975</b>	<b>3,00%</b>

Tabla 9. Transacciones consolidadas en las Bolsas de Valores 2010 - 2011.  
Elaboración: Dirección de Estudios – Superintendencia de Compañías.

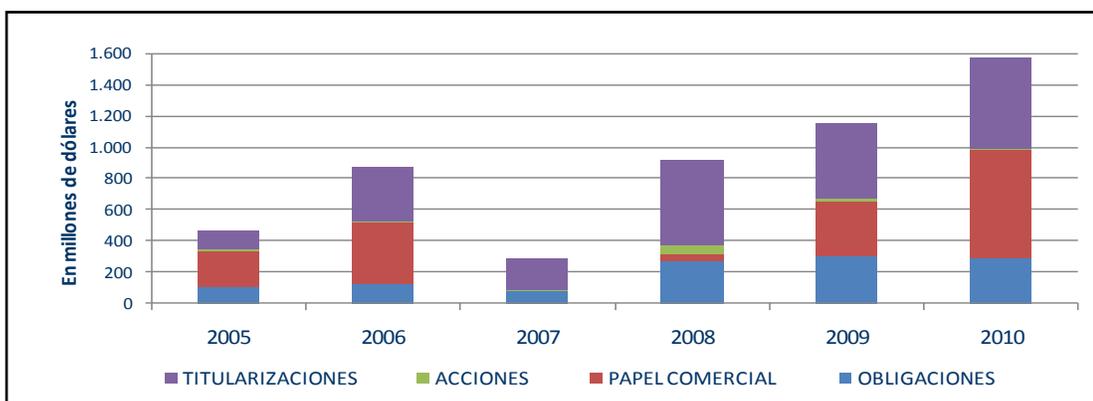
Conforme se señaló en el numeral 2.1.3.2 Generalidades sobre Mercado de Valores, los títulos negociados en las Bolsas de Valores pueden ser de Renta Fija y Renta Variable. En el Ecuador los títulos de renta fija son lo que más se negocian, promediando desde el 2006 al 2010 una participación del 91.65% de las transacciones en las Bolsas, mientras que los títulos de renta variable promedian un 8.35%. De este período de tiempo, el año en que mayor participación alcanzaron los títulos de renta variable fue en el 2009 con una participación del 21.10% del total de las negociaciones en el mercado de capitales.



**Tabla 10. Porcentaje de participación por tipo de renta de las transacciones en las bolsas de valores.**

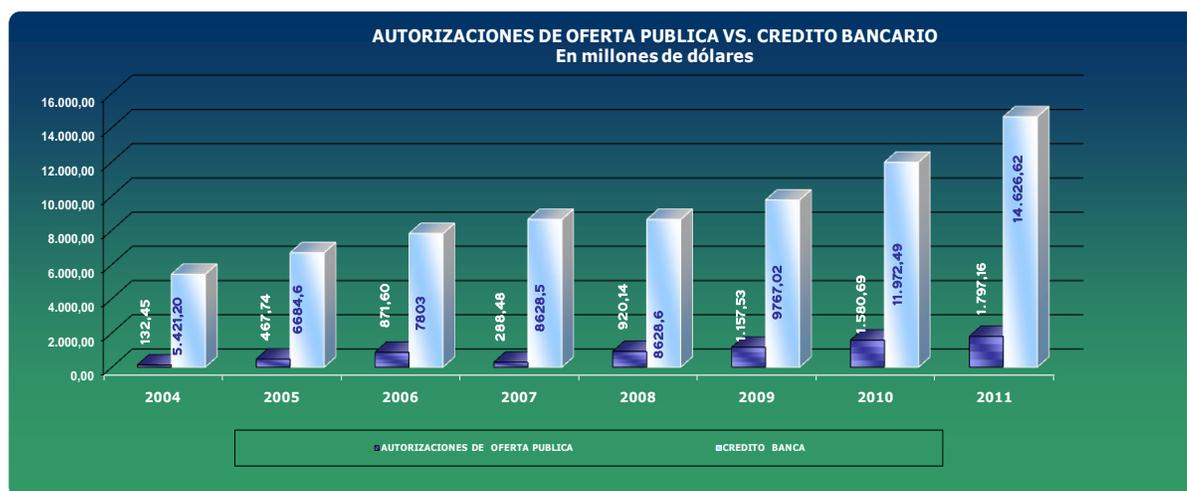
**Elaboración:** el autor.

Los papeles de mayor negociación en nuestro mercado son las obligaciones, el papel comercial, las acciones y las titularizaciones. Al 2010 los porcentajes de autorizaciones de oferta pública representaron: obligaciones el 18.45%; papel comercial un 44,66%; acciones tan solo el 0.01%; y titularizaciones 36.87%.



**Tabla 11. Autorizaciones Totales de Oferta Pública. Periodo: 2005-2010.**  
**Fuente:** Base datos Superintendencia de Compañías.  
**Elaboración:** Dirección de Estudios.

Como se mencionaba previamente, el desarrollo de este mercado en el Ecuador es mínimo, para muestra de ello lo comparamos con el sistema financiero nacional, como muestra la *Tabla 12*. Gráficamente el color morado representa las autorizaciones para oferta pública tanto en papeles de renta fija como en renta variable. Al 2011 este valor asciende a \$1.797,16 millones de dólares<sup>15</sup>, versus los \$14.626,62 millones de dólares en crédito bancario; estos últimos representados gráficamente de color plomo. Es así, que se podría inferir que tan sólo el 12.29%, de las necesidades de financiamiento del país, se atienden a través del mercado de capitales y en los últimos 5 años, este promedio es poco más del 10%.



**Tabla 12. Autorización Oferta Pública vs. Crédito Bancario<sup>16</sup>.**  
**Fuente:** Autorización y Registro / Información Estadística BCE.  
**Elaboración:** Dirección de Estudios.

<sup>15</sup> Se debe considerar que este valor no representa el monto de colocación efectivo.

<sup>16</sup> Incluye cartera vencida.

## **2.2 MARCO LEGAL: LEY DE MERCADO DE VALORES**

En el Ecuador, la primera Ley de Mercado de Valores fue publicada en el Suplemento del Registro Oficial No. 199 del 28 de mayo de 1993. Misma que se derogó con la expedición de una nueva Ley de Mercado de Valores publicada en el Registro Oficial No. 367 del 23 de julio de 1998. Posteriormente, en el Suplemento del Registro Oficial No. 215 del 22 de febrero de 2006 se publicó la Codificación de la Ley de Mercado de Valores actualmente en vigencia<sup>17</sup>.

### **2.2.1 Estructura Orgánica**

En el Art. 5.- de la Ley de Mercado de Valores, el organismo encargado de la regulación del mismo, es el Consejo Nacional de Valores (CNV). Este órgano rector, adscrito a la Superintendencia de Compañías, es el encargado de dictar las políticas generales que rigen el Mercado de Valores.

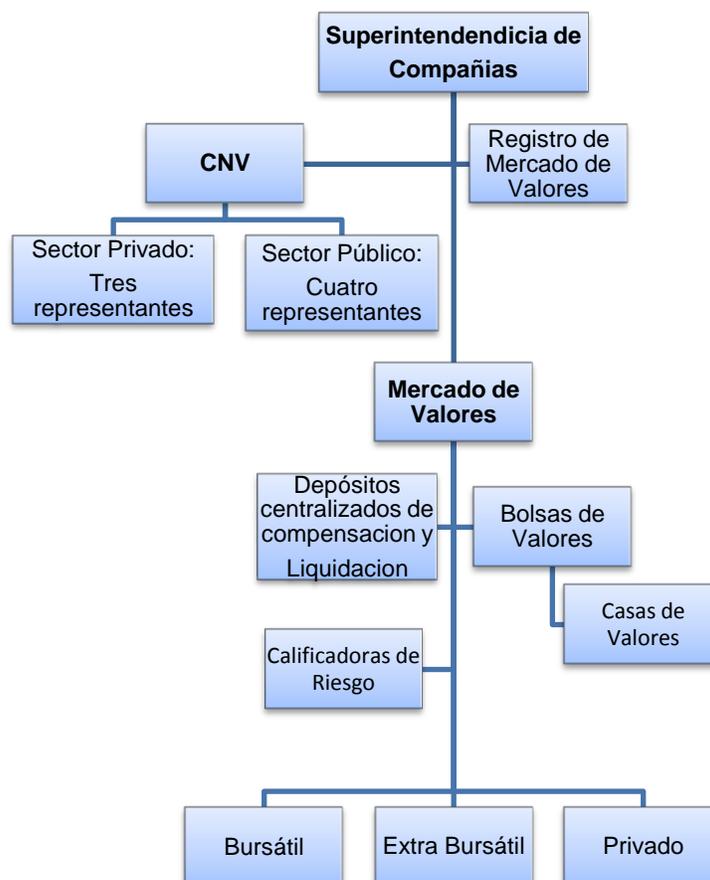
Este se conforma de siete miembros, de los cuales cuatro son representantes del sector público:

- Superintendente de Compañías (nombrado por el Consejo de Participación Ciudadana y Control Social);
- Delegado del Presidente de la República;
- Superintendente de Bancos y Seguros; y
- Presidente del Directorio del Banco Central del Ecuador;

Los tres restantes, representarán al sector privado, serán designados por el Presidente de la República, de las ternas enviadas por el Superintendente de Compañías, y ejercerán su función durante cuatro años. El Presidente del CNV es el Superintendente de Compañías.

---

<sup>17</sup> (Proyecto de Ley de Mercado de Valores, 2011).



**Ilustración 8. Organigrama Mercado de Valores.**

**Fuente:** Ley de Mercado de Valores.

**Elaboración:** el autor.

## 2.2.2 Bolsa de Valores

Por Ley, en el país las Bolsas de Valores se constituyen como corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, cuyo objeto es brindar a sus integrantes los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.

Al ser corporaciones civiles, estas no reparten utilidades al final del ejercicio, mas las invierten en el propio giro del negocio. Cabe recalcar que este último año, en la Bolsa de Valores de Quito, por ejemplo, el superávit fue de más de \$260.000 dólares (Deloitte & Touche, 2012); los ingresos bordearon los \$2,8 millones de dólares y los gastos ascendieron a \$2,5 millones de dólares, de los cuales \$2,2 millones fueron gastos operacionales (*ver Anexo 8*).

El 20 de enero del 2012, las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil se unificaron a través del Sistema Interconectado Único Bursátil. Este sistema será administrado por una empresa de la cual ambas Bolsas de Valores participan con un capital accionario del 50%.

### 2.2.3 Intermediación de valores

Las casas de valores son las únicas autorizadas por Ley para realizar actividades de intermediación, es decir, que podrán negociar en el mercado de capitales por su propia cuenta o por cuenta de terceros.

Las instituciones del sistema financiero quedan prohibidas de efectuar operaciones de intermediación de valores. Sin embargo, la ley vigente no prohíbe que los bancos puedan tener su propia casa de valores para realizar este tipo de actividades; por lo que muchas instituciones financieras tenían su propia casa de valores.

<b>Casa de Valores</b>	
Amazonas Capital Markets	Banco Amazonas
Valores Bolivariano	Banco Bolivariano
Casa de Valores Cofivalores S.A.	Banco Cofiec
Casa de Valores Multivalores S.A.	Banco de Guayaquil
COVSA	Banco de Machala
Valpacífico	Banco del Pacífico
Intervalores	Banco Internacional
Picaval	Banco Pichincha
Accival	Banco Proamérica
Produvalores S.A.	Produbanco
<b>Administradora de Fondos y Fideicomisos</b>	
Amazonas Capital Management	Banco Amazonas
Bolivariano administradora de Fondos y Fideicomisos	Banco Bolivariano
Fiduciaria del Pacífico S.A.	Banco del Pacífico
Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos	Banco del Pacífico
Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos	Banco de Guayaquil
Interfondos administradora de Fondos y Fideicomisos	Banco Internacional
Administradora de Fondos del Pichincha	Banco Pichincha
Administradora de Fondos y Fideicomisos	Produbanco

**Ilustración 9. Instituciones bursátiles vinculadas a Instituciones Financieras.**

**Fuente:** Superintendencia de Compañías.

**Elaboración:** Diario HOY.

Esto cambiaría con la Resolución de la Junta Bancaria No. JB-2011-1973, del 29 de julio del 2011, en la que se puso plazo de un año a todas las instituciones del sistema financiero privado y sus accionistas para que vendan todas sus participaciones en empresas ajenas a la actividad financiera (Registro Oficial, 2011); como son, entre otras, las casas de valores.

## 2.2.4 Calificadoras de riesgo

La calificación de riesgo de todo valor materia de colocación o negociación en el mercado, es determinada por la Ley; excepto los títulos vinculados al Banco Central o Ministerio de Finanzas y las acciones de sociedades anónimas.

Es importante señalar, que la Ley estipula la norma general, a manera de criterio de calificación de riesgo, para los valores que representen deuda, acciones de sociedades, cuotas de fondos de inversión y valores producto de procesos de titularización.

A pesar de ello, en la práctica, los criterios de calificación de las cuatro calificadoras de riesgo existentes en nuestro medio, son diversos; es decir, cada una tiene su propia metodología de valoración y calificación de variables.

## 2.3 MARCO CONCEPTUAL

Con el objeto de facilitar el entendimiento del presente estudio, es indispensable comprender los siguientes términos:

- *Administradoras de fondos y fideicomisos*: son compañías anónimas que se constituyen y autorizan para la administración de fondos comunes de inversión y negocios fiduciarios; como agentes de manejo de procesos de titularización; y, representar fondos internacionales de inversión.
- *Auditoría Externa*: actividad realizada por empresas especializadas en esta área, cuyo objeto es dar a conocer un dictamen sobre la razonabilidad de los estados financieros que representan la situación financiera y los resultados de las operaciones de la entidad auditada<sup>18</sup>.
- *Autorregulación*: es la potestad de las bolsas de valores, los Mercados Alternativos Privados o Públicos y las asociaciones gremiales para establecer sus reglamentos y normas internas.
- *Bonos Corporativos*: son valores de carácter crediticio que representan una deuda a cargo del emisor.

---

<sup>18</sup> Proyecto de Ley de Mercado de Valores.

- *Calificación de Riesgo*: proceso mediante el cual las Calificadoras de Riesgo emiten un criterio técnico respecto de la solvencia y capacidad de pago, en tiempo y forma, que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores.
- *Depósitos de Compensación y Liquidación de Valores*: instituciones públicas o privadas, autorizadas para recibir en depósito valores legalmente inscritos o activos subyacentes para procesos de titularización.
- *Empresas Vinculadas*: conjunto de empresas jurídicamente independientes, con vínculos de propiedad, administración, responsabilidad, resultados, etc.
- *Fondo común de inversión*: patrimonio común constituido por aportaciones de personas naturales o jurídicas para su inversión en valores, bienes y demás activos que esta Ley permite.
- *Grupo Económico*: conjunto de personas naturales o personas jurídicas independientes, cuyo control es ejercido por una compañía o persona natural.
- *Intermediación de valores*: conjunto de actividades que realizan los intermediarios del mercado bursátil y alternativo para vincular ofertantes y demandantes de valores e instrumentos financieros.
- *Inversionistas institucionales*: instituciones financieras públicas o privadas, que debido al volumen de sus transacciones u otras características, califiquen de significativa su participación en el mercado.
- *Mercados Alternativos Privados o Públicos*: mercado en el que se negociarán valores e instrumentos financieros de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas y de las organizaciones de la economía popular y solidaria.
- *Mercado bursátil*: lugar en el que se negocian instrumentos inscritos en el Registro del Mercado de Valores.
- *Mercado extra bursátil*: negociaciones hechas sin la intervención de un intermediario de valores.

- *Mercado primario*: es aquél en el que los ofertantes y demandantes de valores o sus intermediarios, negocian títulos de renta fija o variable por primera vez.
- *Mercado secundario*: es aquél en el que los ofertantes y demandantes de valores, o sus intermediarios, negocian títulos de renta fija o variable que ya existían en el mercado.
- *Oferta Pública*: es la invitación remitida a la ciudadanía en general, sectores particulares o interesados, a través de un medio informativo, con el propósito de negociar valores.
- *Registro del Mercado de Valores*: ente de la Superintendencia de Compañías en el cual se inscriben los participantes, las entidades de apoyo y los valores e instrumentos financieros previstos por la Ley y el Proyecto de Ley de Mercado de Valores.
- *Rendimiento*: rédito o beneficio obtenido fruto de realizar un inversión asumiendo un riesgo en el tiempo.
- *Riesgo*: conjunto de amenazas, peligros o incertidumbre de que ocurra o no un hecho; los cuales perjudicarían a los diferentes actores del mercado de valores y afectarían su situación financiera.
- *Titularización*: proceso mediante el cual una persona natural o jurídica sustituye activos no líquidos por activos líquidos.

## **2.4 HIPÓTESIS Y VARIABLES**

### **2.4.1 Hipótesis general**

La aprobación del Proyecto de Ley de Mercado de Valores mejorará el desempeño y profundización del Mercado de Valores en el Ecuador.

### **2.4.2 Hipótesis particulares**

- El Proyecto de Ley mejorará el control preventivo de situaciones provocadas por especulación.
- La falta de cultura financiera de los ecuatorianos es fruto del bajo índice de estudio de la población en esta área, problemas de carácter tecnológico y la poca promoción por parte de las instituciones financieras, bolsas de valores y el Estado.

- Un nuevo marco jurídico desarrolla el Mercado de Renta Variable y democratizará el mercado con nuevos participantes.
- La normativa propuesta propiciará el desarrollo de un mercado *subprime*.

### 2.4.3 Declaración de variables

- *Mercado Subprime*: segmento del mercado de valores caracterizado por un nivel de riesgo superior.
- *Desarrollo del país*: es el proceso por el cual se acumula capital, aumenta la productividad y se introduce y mejora servicios en general para la población en general.
- *Falta de cultura financiera*: carencia de conocimiento en el ámbito de la administración y gestión del dinero. Desconocimiento en el área bancaria y bursátil.
- *Índice de estudio de la población*: grado de educación con el que cuenta un grupo humano determinado. Su carencia atiende a deficiencias académicas y falta de promoción.
- *Inversionista mayoritario del mercado bursátil*: es el participante que mas negociaciones de capital ha hecho, tanto por volumen como por monto de transacciones.
- *Liquidez limitada*: problema que afrontan las empresas y limita su flujo de efectivo para la operación, en términos generales.
- *Normas jurídicamente blindadas*: conjunto de leyes que protegen a un ente de posibles cambios legales en el futuro.
- *Proyecto de Ley de Mercado de Valores*: plan que desarrolla la norma jurídica que regula los mercados bursátiles en el Ecuador. Elaborado por el Ministerio de Coordinación de la Política Económica conjuntamente con la Superintendencia de Compañías.
- *Problemas de carácter político*: conflictos entre participantes de diferentes ideologías o tendencias; en nuestro país atienden a pugnas de poderes.
- *Problemas de carácter tecnológico*: dualidad entre las plataformas de servicios informáticos de las Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil.

- *Promoción financiera*: socialización, propaganda y comunicación sobre administración del dinero, conocimientos de carácter bancario y estrategias bursátiles.
- *Poco control del negocio*: carencia de sostenibilidad de procesos o regulaciones a causa de su inexistencia o ineficiencia administrativas.
- *Reglamentar los mercados bursátiles*: identificar normas para los mercados de instrumentos de financiamiento o patrimoniales públicos y privados.
- *Unificación de las bolsas de valores del Ecuador*: proceso mediante el cual se pretende fusionar dos entes distintos para formar una solo institución.

#### **2.4.4 Operacionalización de variables**

Las variables antes detalladas, y motivo de estudio, serán medidas a través de los indicadores detallados a continuación:

- *Banco del Afiliado en el mercado de valores ecuatoriano*: identificar la cantidad de transacciones realizadas anualmente y su monto.
- *Desarrollo del país*: Producto Interno Bruto.
- *Índice de estudio de la población*: identificar el nivel de analfabetismo en el país.
- *La falta de cultura financiera*: identificar la cantidad proporcional de estudiantes de finanzas versus el resto de carreras y versus la cantidad de personas que potencialmente podrían estudiar finanzas (personas entre los 18 y 48 años de edad).
- *Liquidez limitada*: ver a cuánto asciende el crédito comercial otorgado por la banca ecuatoriana.
- *Mayor inversionista del mercado*: encontrar el porcentaje de participación en el mercado de valores ecuatoriano considerando el monto de sus negociaciones.
- *Normas jurídicamente blindadas*: encontrar el número de juicios por infracciones de carácter financiero.

- *Problemas de carácter político:* número de partidos y movimientos políticos que participan en la aprobación de leyes en la Asamblea Nacional.
- *Problemas de carácter tecnológico:* nivel tecnológico de la infraestructura utilizada por las Bolsas de Valores del Ecuador.
- *Promoción financiera:* gastos en marketing y publicidad realizados por parte del Estado y el sector privado para fomentar el conocimiento de las finanzas personales.

## **CAPÍTULO III**

### **MARCO METODOLÓGICO**

#### **3.1 TIPO Y DISEÑO DE INVESTIGACIÓN**

En este capítulo se presenta la metodología utilizada para desarrollar la presente investigación, definiendo los tipos y diseño utilizados para desarrollarla. Se aplicarán diversos tipos de investigación, con el objeto de analizar fundamentalmente, la repercusión en el tiempo de la aprobación del Proyecto de Ley de Mercado de Valores en el Ecuador.

Se parte de una investigación documental, donde se analiza diversas fuentes de información escrita referente al tema, como son revistas especializadas, libros, estudios y tesis referentes al tema y frecuentemente hemerotecas. También se identifica información estadística de instituciones de carácter nacional, como la Superintendencia de Compañías; o supranacional como la Federación Iberoamericana de Bolsas.

De otro modo, el análisis correlacional al que se sujeta esta tesina, mide el grado de relación entre las variables de la población estudiada. Esto explica como muchos de los fenómenos de carácter político o económico en el país, tienen una incidencia directa en el funcionamiento del Mercado de Valores.

Asimismo, se define esta investigación como explicativa; ya que se definen los fenómenos conceptualmente y desde su punto de vista racional, identificando el porqué de los mismos.

Por otro lado, cabe recalcar que éste estudio no es experimental, ya que ninguna de las variables independientes fue manipulada para analizar su efecto. Se ha trabajado, como se indicó ya previamente, sobre información documentada y experiencias en países similares de la región, de modo que se emiten juicios de valor sin haber alterado o manipulado las variables inherentes.

Finalmente, el diseño de la investigación es cualitativo, ya que usa la recolección de opiniones de peritos en la materia para probar hipótesis. Basado en la medición numérica y el análisis estadístico de capitalización nacional y regional; montos de inversión institucional; número y carácter de transacciones bursátiles, entre otras, el presente estudio establece patrones de comportamiento del mercado de capitales en el Ecuador. Además se establece teorías basadas en la medición de fenómenos como ahorro e inversión y el análisis causa – efecto de la reacción del mercado ante la aprobación del proyecto de ley en cuestión.

## **3.2 LA POBLACIÓN Y LA MUESTRA**

### **3.2.1 Características de la población**

La población del presente estudio la constituyen todos los participantes del Mercado de Valores. El ámbito de aplicación de la ley involucra a<sup>19</sup>:

- Superintendencia de Compañías
- Consejo Nacional de Valores
- Emisores de valores
- Bolsas de valores
- Casas de valores
- Fondos de inversión

La población asciende a 467 entidades.

### **3.2.2 Tipo de muestra**

El tipo de muestra es no probabilística y se limitará al criterio de los principales participantes del Mercado de Valores ecuatoriano para entender las diversas percepciones y posturas.

## **3.3 LOS MÉTODOS Y LAS TÉCNICAS**

### **3.3.1 Métodos teóricos**

Los métodos teóricos aplicados para el presente estudio fueron el deductivo, sintético, estadístico y analítico. De acuerdo a la naturaleza del tema, fue importante incorporar estos métodos para alcanzar los objetivos planteados.

La aplicación del método deductivo surge como necesidad de entender fenómenos de carácter particular a raíz de observaciones generales. En principio porque en el mercado de valores cada uno de los participantes tiene su propia concepción de lo que debería hacerse con el Proyecto de Ley de Mercado de Valores, pero solo hay información de carácter general en las Bolsas de Valores y Superintendencia de Compañías.

Al tratarse del análisis de un proyecto de ley, se procedió a realizar una síntesis de su contenido mediante una matriz de cambios. Esta matriz contiene las principales reformas a la ley vigente, así como derogaciones e

---

<sup>19</sup> Fuente: Superintendencia de Compañías.

incorporaciones de articulados. De este modo se procesan los posibles efectos y consecuencias que causarán las reformas.

Del mismo modo, se incorpora un análisis estadístico desde dos perspectivas. Primero el entendimiento e interpretación de las cifras históricas de las Bolsas de Valores en cuanto a transacciones, instrumentos financieros negociados, porcentajes de participación de acuerdo al tipo de renta, entre otros. Y, posteriormente, el análisis de crítico de las entrevistas realizadas a la muestra de la población.

Por último, se utiliza un método analítico para conjugar todos los datos arrojados previamente. Así de este modo que se puede probar las hipótesis y plantear las recomendaciones pertinentes. Es importante destacar que fruto del estudio analítico de la información se concluye el impacto que tendrá la aprobación o derogación del proyecto de ley.

### **3.3.2 Métodos empíricos**

La observación se erige como el método de investigación motor del presente estudio. Fruto de la observación de la realidad del mercado se plantea el problema e intuye su potencial alcance. Además, es a través de ésta que se identifican los objetivos que debe perseguir para obtener un análisis objetivo del tema en cuestión.

### **3.3.3 Técnicas e instrumentos de la investigación**

Las técnicas utilizadas en este trabajo investigativo son dos dada la naturaleza del tema en estudio. En primer lugar se realiza un estudio documental del marco jurídico y académico en torno a los objetivos que se pretende alcanzar; además de la revisión de ponencias, debates, exposiciones y videos relacionados al análisis del proyecto de ley materia de estudio.

Por otro lado, para obtener la apreciación de éste proyecto de ley, se utilizará la entrevista con los representantes de los entes de regulación y control, casas de valores, bolsas de valores, inversionistas, etc.; ya que estos actores constituyen los participantes del mercado de valores ecuatoriano y su perspectiva ante una encuesta podría ser sesgada (*Anexos 3, 4, 5 y 6*).

Por último, se accede a la opinión de expertos relacionados con el mercado de valores, así se enriquece el contenido y se van definiendo las conclusiones respecto a la formulación y sistematización del problema.

### **3.4 PROPUESTA DE PROCESAMIENTO ESTADÍSTICO DE LA INFORMACIÓN**

Con el objeto de facilitar el proceso de tabulación de datos, se hace uso del utilitario Microsoft® Excel, con cuyas funciones se obtienen gráficos y estadísticas relacionadas a los datos.

## CAPÍTULO IV

### PROPUESTA DE LEY

#### 4.1 INTRODUCCIÓN

Con la aprobación de la Constitución de la República del Ecuador en el 2008, una serie de reformas legales empezó en el país. Dentro del área de política económica ha habido diversos cambios jurídicos y el Mercado de Valores es una de ellas. Es así como el Ministerio de Coordinación de Política Económica (MCPE), conjuntamente con la Superintendencia de Compañías y Valores, ha sido el encargado de elaborar el Proyecto de Ley de Mercado de Valores. Álvaro Troya es el coordinador interno del MCPE encargado de liderar el equipo humano detrás de la elaboración del mismo<sup>20</sup>.

El último borrador fue concluido en Febrero del 2012 y posteriormente enviado al Ejecutivo para su revisión, corrección y posterior envío a la Asamblea Nacional. La ley estipula que la Asamblea Nacional debata el Proyecto de Ley, realice sus observaciones y posteriormente lo apruebe o derogue.

#### 4.2 TEMA

Proyecto de Ley de Mercado de Valores<sup>21</sup>.

#### 4.3 JUSTIFICACIÓN

Los principios que amparan la elaboración de este Proyecto de Ley, están detallados en los artículos 276, numeral 12; y, 284, numerales 1 y 8, de la Constitución de Montecristi. En el primero de los artículos antes mencionados se establece que *el régimen de desarrollo tendrá como uno de sus objetivos construir un sistema económico justo, democrático, productivo, solidario y sostenible; basado en la distribución igualitaria de los beneficios del desarrollo;* mientras que el artículo 284 establece que *la política económica tendrá como uno de sus objetivos asegurar una adecuada distribución del ingreso y de la riqueza nacional; y propiciar el intercambio justo y complementario de bienes y servicios en mercados transparentes y eficientes respectivamente*<sup>22</sup>.

---

<sup>20</sup>Entrevista funcionarios MCPE (Aguilar & Troya, 2011).

<sup>21</sup>Versión actualizada a finales de Febrero 2012.

<sup>22</sup>Constitución de la República del Ecuador (Constitución de la República del Ecuador, 2008).

#### 4.4 FUNDAMENTACIÓN

Como se ha mencionado previamente, el Mercado de Valores puede ser una poderosa herramienta para el desarrollo empresarial de un país, pues permite acceder a mejores condiciones tanto al inversionista como al deudor. A continuación se detalla el fundamento que sostiene el desarrollo de un Proyecto de Ley que remplace al marco jurídico vigente.

En nuestro país, la realidad es que tan sólo el 0.53% del PIB, corresponde a montos negociados en el mercado bursátil, mientras que en economías como la Peruana o Colombiana, estos valores superan el 3%; pero más llamativamente, en países como Chile o Brasil, con el parque industrial y empresarial conjunto más importante del sur del continente americano, estos indicadores son del 21% y 42% respectivamente. La negociación de valores en el mercado bursátil es uno de los determinantes del desarrollo de la cultura empresarial de un país.

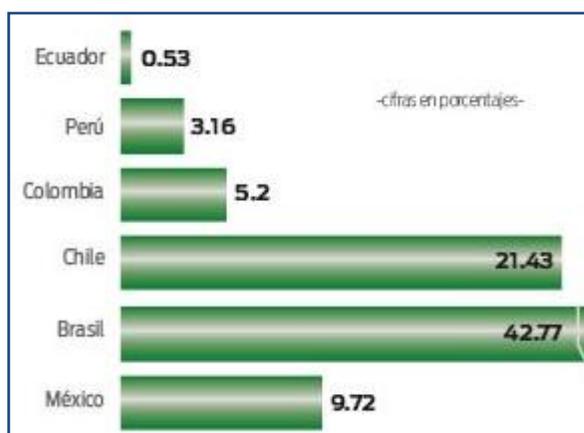


Tabla 13. Montos negociados como % PIB.

Fuente: Ministerio de la Coordinación de la Política Económica (Diario Hoy, 2011).

Por otro lado, se evidencia una clara dependencia en el sector financiero tradicional. En uno de los mejores años para el mercado de capitales, por cada dólar de negociado en el sector bursátil, \$5,46 dólares se gestionaron en el mercado financiero.

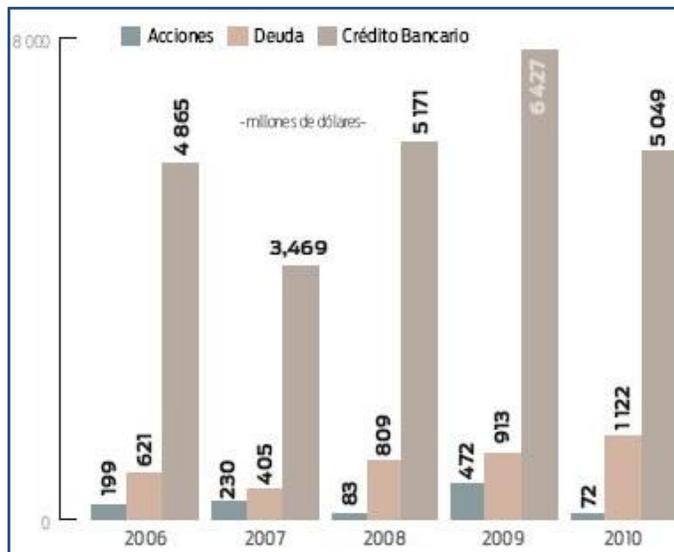


Tabla 14. Relación Mercado de valores - Mercado financiero.  
Fuente: Ministerio de la Coordinación de la Política Económica (Diario Hoy, 2011).

Además, en el Ecuador tan sólo existen 40 emisores de valores regulares de todo el sector empresarial e industrial de un país productor de *commodities* como cacao, camarón, banano, café, derivados de pescado y madera<sup>23</sup>, entre otros; negocios que demandan de una alta liquidez para el giro normal de sus operaciones.

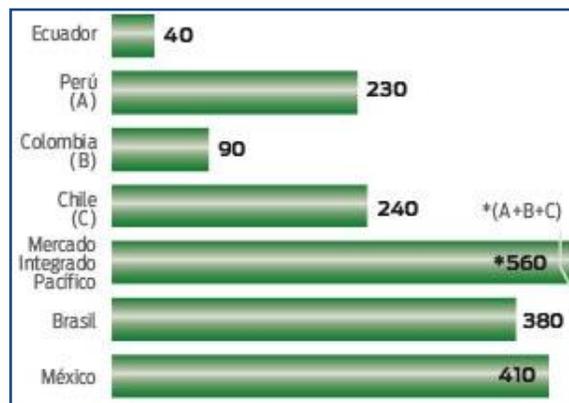


Tabla 15. Número de emisores.  
Fuente: Ministerio de la Coordinación de la Política Económica (Diario Hoy, 2011).

Esto lleva a que la capitalización bursátil doméstica, como porcentaje del PIB, sea tan sólo del 7,41%, mientras que en países como México, Colombia y Perú, esta supera los 40 puntos porcentuales.

<sup>23</sup>Ecuador Trade, Exports and Imports, por Economy Watch.

<b>Pais / Country</b>	<b>PBI GDP</b>	<b>Capitalización Doméstica Domestic Market Capitalization</b>	<b>%</b>
Argentina	345.690,03	63.909,79	18,49
Bolivia	19.649,00	3.388,05	17,24
Brasil	2.143.921,00	1.545.565,66	72,09
Chile	203.925,00	341.798,88	167,61
Colombia	288.733,00	208.501,74	72,21
Costa Rica	40.004,09	1.444,92	3,61
<b>Ecuador</b>	<b>57.978,12</b>	<b>4.294,70</b>	<b>7,41</b>
El Salvador	22.980,00	4.227,02	18,39
España	1.404.609,00	1.171.624,98	83,41
México	1.074.848,00	454.345,26	42,27
Panamá	26.688,77	8.348,00	31,28
Perú	153.919,35	103.347,48	67,14
Portugal	228.872,32	82.099,54	35,87
Uruguay	40.587,70	155,30	0,38
Venezuela	391.847,49	3.991,39	1,02

Ilustración 10. Capitalización como % del PIB.

Fuente: Anuario Estadístico 2012 FIAB (Federación Iberoamericana de Bolsas, 2012).

Elaboración: FIAB.

Al cierre de Mayo del 2012, la cartera de crédito comercial y microempresarial, concentraba el 33%, en promedio, del plazo de la deuda, en períodos superiores a un año; lo que quiere decir que más de \$2.600 millones de dólares podrían financiarse en el mercado de capitales a tasas de interés ventajosas en comparación con la banca tradicional.

<b>SISTEMA DE BANCOS PRIVADOS 2012-05-31</b>			
<b>CODIGO</b>	<b>CUENTA</b>	<b>TOTAL BANCOS PRIVADOS</b>	<b>%</b>
<b>CARTERA DE CRÉDITOS COMERCIAL POR VENCER</b>		<b>\$ 6.507.741,04</b>	
140105+140505	DE 1 A 30 DÍAS	\$ 814.359,35	13%
140110+140510	DE 31 A 90 DÍAS	\$ 1.205.211,94	19%
140115+140515	DE 91 A 180 DÍAS	\$ 1.245.024,72	19%
140120+140520	DE 181 A 360 DÍAS	\$ 1.030.713,21	16%
140125+140525	DE MÁS DE 360 DÍAS	<b>\$ 2.212.431,83</b>	<b>34%</b>
<b>CARTERA DE CRÉDITOS DE MICROEMPRESA POR VENCER</b>		<b>\$ 1.232.381,82</b>	
140405+140805	DE 1 A 30 DÍAS	\$ 117.561,47	10%
140410+140810	DE 31 A 90 DÍAS	\$ 162.137,35	13%
140415+140815	DE 91 A 180 DÍAS	\$ 219.925,74	18%
140420+140820	DE 181 A 360 DÍAS	\$ 321.878,45	26%
140425+140825	DE MÁS DE 360 DÍAS	<b>\$ 410.878,80</b>	<b>33%</b>

Ilustración 11. Cartera de Crédito Comercial y Microempresa Mayo/2012.

Fuente: Estados de situación remitidos por las entidades / Sistema de Administración de Balances (S.A.B.).

Elaboración: Dirección Nacional de Estudios / Subdirección de Estadísticas / PMM.

Por otro lado, es importante hacer un análisis del gasto en promoción del sector banca versus mercado de valores. La Banca en general invierte más de \$7 millones de dólares al año en publicidad (Buró de análisis informativo)

través de medios de comunicación masivos: televisión, diarios, radio, revistas, vallas publicitarias, *BTL*, etc. Mientras que en la otra esquina, la Superintendencia se limita a impartir capacitaciones, talleres y seminarios, por un monto no mayor a los \$280 mil dólares anuales, de acuerdo a una estimación proporcionada telefónicamente por Eva Vinueza, Directora de Investigación y Desarrollo del Mercado de Valores; quien además sugirió que esto atiende a una limitación impuesta por la Contraloría General del Estado.

De este modo la inversión en promoción del mercado de capitales, con relación a los bancos comerciales en general, es de poco menos del 4% anual. También se debe considerar que el canal de difusión utilizado es mucho más limitado para alcanzar a las masas. Mientras que en países como Estados Unidos, Canadá o Inglaterra, existen canales de televisión exclusivos para la difusión y promoción del mercado de valores, en nuestro país apenas y existe conocimiento de este mercado.

#### **4.5 OBJETIVOS**

El objetivo del Proyecto de Ley es *desarrollar y promover el mercado de valores en forma equitativa, eficiente y transparente; proteger los intereses del público inversionista; disminuir el riesgo sistémico; fomentar una sana competencia; y mantener información veraz, completa, oportuna y simétrica*. Además, de acuerdo a Katuska King, los objetivos incluyen la democratización y el crecimiento del mercado de valores, potenciándolo como un espacio de oportunidades para el sistema productivo nacional; según expuso ante diversos sectores productivos en Cuenca.

#### **4.6 ALCANCES DE LA PROPUESTA DE LEY**

Su ámbito de aplicación abarca a todos los participantes del Mercado de Valores, como emisores, administradores e inversionistas de valores; los diversos mercados donde se desempeña el intercambio de valores; Superintendencia de Compañías y Valores; la JRMV y calificadoras de riesgo.

La primera incorporación que estipula el Proyecto de Ley son los principios que rigen el Mercado de Valores. Éstos, además, están orientados a definir el accionar de la Junta de Regulación del Mercado de Valores, de la Superintendencia de Compañías y Valores y de los participantes del Mercado de Valores. Los principios incluyen:

- Fe pública;
- Protección del inversionista;

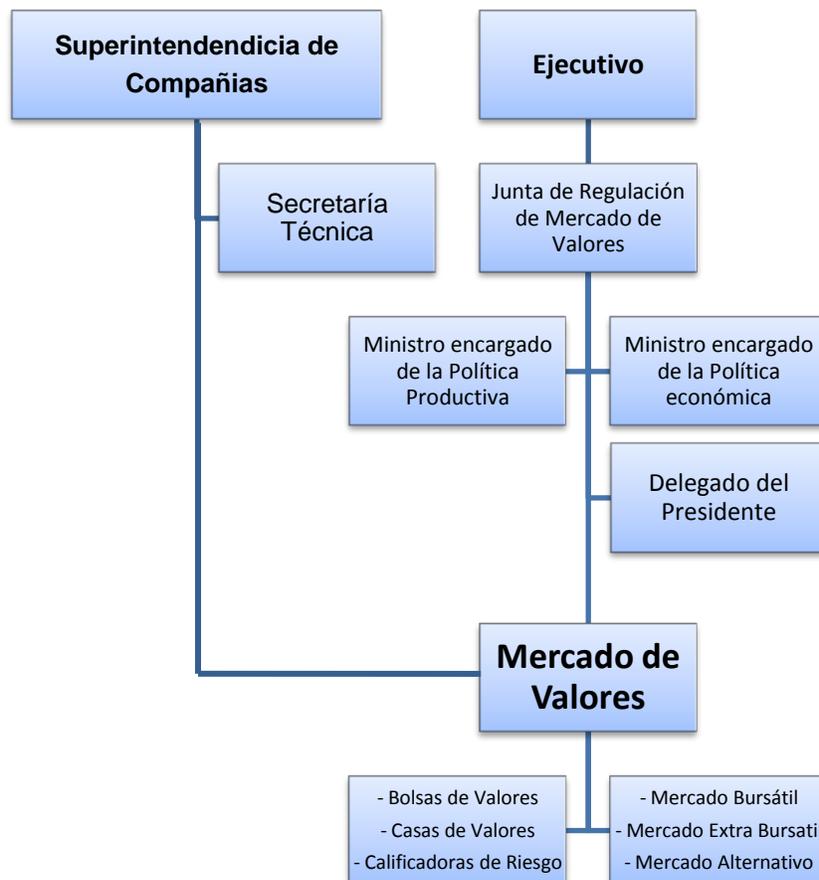
- Transparencia;
- Información simétrica, clara, veraz, completa y oportuna;
- Libre competencia; e,
- Igualdad entre los participantes del mercado de valores, entre los principales.

En términos generales de operatividad también existen diversas incorporaciones o derogaciones. Aquí podemos mencionar cambios en la aplicación de la fecha de emisión; autorización y aprobación para la Oferta Pública; exenciones y vigencia de la misma; exigencias de inscripción en el Registro del Mercado de Valores; sigilo; archivo y registro; transferencias o adquisiciones de acciones iguales o superiores al 10% del capital; entre otras muchas.

#### **4.6.1 Estructura Orgánica**

El Proyecto de Ley, crea la Junta de Regulación del Mercado de Valores (JRMV), como el órgano de regulación del Mercado de Valores, en remplazo del Consejo Nacional de Valores (CNV). Este es un organismo perteneciente a la Función Ejecutiva y sus funciones incluyen establecer la política pública del mercado de valores, normarlo y controlarlo. Sus integrantes serán tres: el Ministro de la Política Económica, el mismo que será el encargado de presidirlo; el Ministro encargado de la Política de la Producción; y, un representante del Ejecutivo.

Cambios en la estructura orgánica del Proyecto de Ley, incluyen la creación una Secretaría Técnica, que estará adscrita a la Superintendencia de Compañías y Valores, y compuesta por sus funcionarios. No se han determinado sus funciones, estas constarán en el Reglamento General a la Nueva Ley de Mercado de Valores (ver Ilustración 3).



**Ilustración 12. Organigrama propuesto Mercado de Valores.**

**Fuente:** Ley de Mercado de Valores.

**Elaboración:** el autor.

En relación a lo observado en otros países con mercado de capitales más desarrollados, como Argentina por ejemplo, existe mucha similitud en el modelo; pues consisten de una representación completamente designada por el Ejecutivo<sup>24</sup>. En Chile por ejemplo, las funciones de regulación y control, están a cargo de la Superintendencia de Valores y Seguros (Ley de Mercado de Valores - Chile, 1981), misma que está bajo el control del Ministerio de Hacienda, cuyo rector es designado también por el Ejecutivo. En Estados Unidos inclusive, los cinco directores del Securities and Exchange Commission, SEC, son nombrados por el Presidente, bajo el consejo y consentimiento del Senado Americano.

<sup>24</sup> Ley de Oferta Pública No. 17.811 el 16 de Julio de 1.968 – Argentina.

#### **4.6.2 Bolsas de Valores e Intermediación de Valores**

El Proyecto de Ley de Mercado de Valores, considera el cambio de naturaleza de las Bolsas de Valores. Distinto frente a lo dictaminado en la Ley de Mercado de Valores vigente, donde las Bolsas de Valores tienen la figura de corporaciones civiles; se prevé que estas sean Sociedades Anónimas reguladas por la JRMV.

En ellas, ninguno de sus accionistas podrá poseer más del 5% de la sociedad; además ningún grupo financiero, o entidad vinculada de manera directa o indirecta a los mismos, podrá ser accionistas de las bolsas de valores. Los representantes legales o administradores de los intermediarios del mercado de valores, no podrán ser parte del Directorio, en un porcentaje que supere el 35% de su integración total.

Por otro lado, se incorpora la figura de Intermediarios de Valores<sup>25</sup>. La Superintendencia de Compañías y Valores los autorizara y deberán ser inscritos en el Registro del Mercado de Valores. Los únicos que pueden podrán fungir como intermediarios de valores son las casas de valores y operadores específicos del sector público. Las casas de valores y las instituciones públicas deberán contar con Operadores de Valores, quienes, tras ser debidamente calificados e inscritos en el Registro del Mercado de Valores, podrán operar en las bolsas de valores o en el mercado alternativo.

#### **4.6.3 Mercado Alternativo**

Otra de las incorporaciones de este Proyecto de Ley es el concepto de Mercado Alternativo. Éste se conformará de ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en los Mercados Alternativos Privados o Públicos. En él se negociarán valores e instrumentos financieros de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas y de las organizaciones de la economía popular y solidaria, cuyas características no ameriten las exigencias del mercado bursátil.

Los administradores del mercado alternativo serán:

- Sector privado: las bolsas de valores, y;
- Sector público: la Corporación Financiera Nacional y la Corporación Nacional de Finanzas Populares.

---

<sup>25</sup>**Intermediación de valores** son todas aquellas actividades, actos y contratos que realizan los intermediarios en el mercado bursátil y alternativo, a fin de vincular ofertas y demandas en el negocio de valores e instrumentos financieros.

Entre otras, la función principal de los administradores del Mercado Alternativo, es proporcionar a los intermediarios de valores la infraestructura física y tecnológica que les permita comprar y vender valores.

A nivel internacional son varios los países que cuentan este “Mercado de Riesgo” dentro de su legislación. En España el conocido como MAB – Mercado Alternativo Bursátil – es aprobado por el Gobierno en diciembre del 2005; de manera homologa funcionan en Gran Bretaña el AIM, en Alemania el Neuer Markt y el Nouveau Marché en Francia.

Actualmente existe un sistema de funcionamiento similar, el Registro de Valores no Inscritos ni en el Mercado de Valores ni en Bolsa, REVNI. Se desarrolla para las organizaciones que cotizan ocasional o periódicamente en éstas<sup>26</sup>; en términos generales se diseñó para las PYMES, de modo que acceder a las bondades financieras del Mercado de Valores no fuese tan oneroso. El REVNI surge como iniciativa de las Bolsas de Valores, pero no es un sistema regulado o controlado por los órganos competentes.

Es así como a Diciembre 2011, por ejemplo, hubieron empresas que negociaron a través del sistema REVNI entre millón y medio de dólares y tres millones de dólares en un mes (Boletín Estadístico Mensual de Mercado de Valores, 2011); *“incluso hubo una emisión en el REVNI de treinta millones de dólares”*, afirmó en una entrevista el Ing. Álvaro Troya.

Es importante mencionar que los valores de los emisores inscritos en el mercado bursátil no podrán ser inscritos ni negociados en el mercado alternativo, salvo excepciones que justifique la JRMV.

#### **4.6.4 Banca de Inversión**

El Proyecto de Ley introduce a la Banca de Inversión como *aquella actividad especializada, orientada a la búsqueda de opciones de inversión y financiamiento a través del mercado de valores*. Ésta actividad podrá ser realizada exclusivamente por casas de valores y el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS); éste último es el tercer inversionista en grado de importancia, del mercado de capitales ecuatoriano, detrás del Instituto de Seguridad Social de la Policía y de la Corporación Financiera Nacional.

---

<sup>26</sup> Glosario (Banrio Casa de Valores).

CONSOLIDADO DE COMPRAS DEL SECTOR PÚBLICO POR TÍTULO NEGOCIADOS EN BOLSAS DE VALORES												
ENERO - DICIEMBRE 2011 ( Montos en miles de dólares)												
TÍTULOS	BANCO DEL I.E.S.S. (B.I.E.S.S.)			CORPORACION FINANCIERA NACIONAL (C.F.N)			INSTITUTO SEGURIDAD SOCIAL DE POLICIA (I.S.S.P.O.L)			TOTAL SECTOR PUBLICO		
	BVG	BVQ	TOTAL	BVG	BVQ	TOTAL	BVG	BVQ	TOTAL	BVG	BVQ	TOTAL
ACCIONES	11.030	19.305	30.335	0	0	0	0	0	0	11.858	19.305	31.164
ACCIONES - REPORTO	7.941	12.909	20.850	0	0	0	1.138	0	1.138	10.016	12.909	22.925
AVAL BANCARIO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.958	0	1.958
BONOS DEL ESTADO	0	0	0	0	0	0	24.999	0	24.999	25.544	0	25.544
BONOS GLOBAL 2015	0	0	0	46.311	0	46.311	30.855	0	30.855	77.166	0	77.166
BONOS GLOBAL 2015 - REPORTO	0	0	0	882	0	882	1.551	0	1.551	2.432	0	2.432
CERTIFICADO DE AHORRO	0	0	0	4.000	0	4.000	0	0	0	4.000	0	4.000
CERTIFICADO DE DEPOSITO	0	0	0	201.821	54.548	256.369	36.500	32.879	69.379	296.774	136.848	433.622
CERTIFICADO DE INVERSION	0	0	0	1.560	300	1.860	0	0	0	16.221	400	16.621
CERTIFICADO DE TESORERIA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	24.714	3.401	28.115
CERTIFICADO FINANCIERO	0	0	0	0	193	193	0	0	0	100	193	293
CUPONES - REVNI	0	0	0	0	1.581	1.581	0	3.714	3.714	0	5.295	5.295
LETRAS DE CAMBIO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.030	1.030
NOTAS DE CREDITO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.270	0	1.270
OBLIGACIONES	22.491	5.552	28.043	33.645	22.273	55.918	15.010	7.065	22.075	84.480	38.788	123.269
PAGARE - REVNI	0	0	0	1.200	200	1.400	0	0	0	2.065	200	2.265
PAPEL COMERCIAL	583	0	583	2.031	3.578	5.609	300	0	300	5.363	11.694	17.057
POLIZAS DE ACUMULACION	0	0	0	45.440	9.000	54.440	27.657	0	27.657	85.923	13.733	99.656
VALORES DE TITULARIZACION (VTR)	58.701	106.657	165.358	42.187	21.858	64.045	49.454	25.442	74.896	168.135	213.222	381.357
VALORES DE TITULARIZACION (VTR)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10	0	10
<b>TOTAL</b>	<b>100.747</b>	<b>144.423</b>	<b>245.170</b>	<b>379.077</b>	<b>113.531</b>	<b>492.608</b>	<b>187.464</b>	<b>69.100</b>	<b>256.565</b>	<b>818.030</b>	<b>457.019</b>	<b>1.275.050</b>
<b>Porcentaje de participación del mercado</b>			<b>19,23%</b>			<b>38,63%</b>			<b>20,12%</b>			

**Tabla 9. Principales negociantes Públicos del Mercado de Valores.**

**Fuente:** Base de datos Superintendencia de Compañías.

**Elaboración:** Dirección de Estudios.

Entre sus principales atribuciones destacan las de estructurador, impulsador y promotor de proyectos de inversión y financiamiento, hacedores de mercado<sup>27</sup> o “MarketMaker”, asesores financieros y de portafolios, entre otros.

A decir de Luis Rosero, miembro del directorio del Banco Central, esta clasificación es acertada, pues “el Banco del IESS debe ser definido como banca de inversión, porque es uno de los principales inversionistas y porque mueve el mercado”.

Probablemente, y de manera contraproducente, es importante señalar que el BIESS es un inversionista de renta fija mayoritariamente, lo que podría ampliar la brecha entre las inversiones de renta fija y variable, pues los mayores inversionistas se concentrarían en solo uno de los segmentos del mercado debilitando el otro.

#### 4.6.5 Calificadoras de Riesgo

En temas de gestión riesgo, el Proyecto de Ley incorpora algunos cambios y vuelve mucho más extensa la legislación al respecto. Con el afán de evitar problemas de agencia, el PLMV prevé que ninguna calificadora de

<sup>27</sup>Ente que cotiza un instrumento financiero, distribuyendo la oferta y la demanda y creando un flujo de liquidez desde el mercado a sus participantes y viceversa (EFXTO Comunidad Forex).

riesgo efectúe calificaciones a una misma compañía, o los títulos valor que esta genere, por un período mayor a dos años consecutivos. Del mismo modo, estarán impedidas de calificar por más de tres años consecutivos a los valores materia de colocación o negociación en el mercado bursátil.

Incorpora la figura de Comité de Calificación para las Calificadoras de Riesgo. La JRMV determinará las disposiciones de carácter general que rijan al comité. Sin embargo, el proyecto de ley, señala que el mencionado comité, sesionará con la presencia de un representante de la Superintendencia de Compañías y Valores, sin que este tenga corresponsabilidad en la calificación.

Por otro lado, los miembros del comité de calificación de riesgo y el personal técnico que participa en los procesos de calificación, responderán solidariamente con la calificadora de riesgo si hubieren daños derivados de su actuación; además el proyecto de ley también considera que existe responsabilidad penal por sus actos.

#### **4.6.6 Clubes de Inversión**

Asimismo, se crea la figura del Club de Inversión, conforme señala el nuevo articulado propuesto. Estos constituyen un patrimonio común, dotado de personería jurídica, conformado por los aportes en efectivo de un grupo de inversionistas. El objetivo que pretende es la inversión en valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores o en el Mercado Alternativo. De su gestión se encargará una casa de valores; y, en cierto modo, constituyen un pequeño fondo de inversión.

#### **4.6.7 Beneficios fiscales**

Con el afán de incentivar la participación del colectivo en el mercado de valores, sea como inversionista o emisor, se han ampliado los beneficios fiscales con relación a la Ley de Mercado de Valores vigente. Se exonerará de pago de impuesto a la renta a los rendimientos de fideicomiso mercantil, fondos comunes de inversión, clubes de inversión y fondos complementarios siempre y cuando se negocien en bolsas de valores legalmente constituidas en el país.

De igual manera los rendimientos por depósitos a plazo fijo pagados por las instituciones financieras nacionales, excepto a instituciones del sistema financiero; los rendimientos financieros obtenidos por inversiones en valores en renta fija, que se negocien a través de las bolsas de valores del país o del

mercado alternativo, siempre y cuando estos sean originalmente emitidos a un plazo de un año o más (*ver Anexo 7*).

Asimismo, el Servicio de Rentas Internas ha planteado que la salida de dinero fruto de dividendos o capital de inversiones negociadas a través de bolsas de valores nacionales no pagarán el Impuesto a la Salida de Divisas; de este modo, transacciones realizadas por un inversionista nacional o extranjero, no pagarán por los rendimientos enviados fuera del país (La Hora, 2012).

También se ha considerado que para el cálculo del anticipo del Impuesto a la Renta, se deduzcan los gastos incurridos por concepto de aumento de capital por suscripción de acciones y las deducciones adicionales por facturas negociadas en las bolsas de valores.

Adicionalmente la tarifa del Impuesto al Valor Agregado, IVA, será del 0% para comisiones percibidas por prestación de servicios bursátiles (El periódico del Ecuador, 2012).

#### **4.6.8 Control de la Superintendencia y Regulación del Mercado**

Es importante señalar que, en términos generales, este proyecto de ley se encamina a precautelar la integridad del inversionista principalmente. Dentro de esta consideración, destacan algunas incorporaciones en términos de supervisión y control por parte del ente supremo del Mercado de Valores.

Se contempla la posibilidad de que la Superintendencia, sancione a los diferentes entes participantes del mercado, incluso por inobservancias su propia normativa interna o de autorregulación.

La Superintendencia, de así considerarlo, podrá suspender hasta siete días las operaciones de mercado de valores, si éste presentarse situaciones de emergencia que perturbaren o que ocasionaren graves distorsiones que produzcan bruscas fluctuaciones de precios.

De otro lado, la Superintendencia también está facultada para establecer convenios de cooperación con otros organismos nacionales e internacionales.

#### **4.6.9 Otras incorporaciones**

De entre las incorporaciones previamente mencionadas, es importante señalar otras, que influirán en el desarrollo del mercado de valores como lo conocemos ahora.

En el campo de la tecnología, se prevé la creación de empresas electrónicamente de acuerdo a los requerimientos impuestos en la Ley de Compañías. Para ello la Superintendencia de Compañías y Valores deberá emitir una Resolución.

Por otro lado, se incorpora la desmaterialización de los valores por parte de los Depósitos de Compensación y Liquidación de valores, para las operaciones de transferencia. Esta institución podrá ser Pública o Privada, restringiendo a las instituciones del sistema financiero privado o vinculados; además actuará como agente pagador de emisiones desmaterializadas.

En lo que respecta a Fondos Comunes de Inversión y la Titularización, el proyecto de ley enriquece jurídicamente la norma ya existente. Se hace un análisis descriptivo detallado de cada tipo de Fondo de Inversión o Título, pero en esencia mantiene la norma.

También se ha contemplado las Ofertas Públicas de Adquisición como medio a través del cual un inversionista puede alcanzar la toma de control de una compañía inscrita en bolsa, mediante la compra de acciones o bonos convertibles en acciones. Este traspaso de dominio está sujeto a regulaciones y prohibiciones tanto para el ofertante como el oferente.

En cuanto a las sanciones, destaca el hecho de que se penalice a las organizaciones que brinden asesoría de inversiones sino se encuentran legalmente autorizadas.

Es muy importante destacar que la JRMV establecerá los parámetros para la fijación de comisiones, honorarios o tarifas que cobren las instituciones reguladas por este Proyecto Ley; dejando de lado la libertad de los contratantes, quienes podrían ser sujetos de prácticas oligopólicas tácitas.

Una incorporación bastante novedosa es la de los derivados financieros. Se autoriza la negociación de contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados, relacionados con valores, divisas, materias primas, tipos de interés o rendimientos u otros instrumentos financieros derivados, índices financieros o medidas financieras e instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito. En la actualidad estos mercados no existen.

## CAPÍTULO V

### ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE ENTREVISTAS Y VALIDACIÓN DE HIPÓTESIS

#### 5.1 ENTREVISTAS

Con el afán de dar relevancia estadística cualitativa y concluyente, se considera oportuno entrevistar a representantes de los principales actores del Mercado de Valores.

Los entrevistados han sido, en orden cronológico:

- Econ. Fabricio Arellano – Bolsa de Valores de Guayaquil.
- Ing. Alvaro Troya – Ministerio Coordinador de la Política Económica.
- Ing. Mario Rodrigo Mera Minuche – Calificadora de Riesgo.
- Econ. Mauricio Zurita – Casa de Valores.
- Eva Vinueza – Superintendencia de Compañías.
- Ing. Rudolf Baumann – Inversorista Bursátil.
- Econ. Joffre Ortiz Patiño – Superintendencia de Compañías.

A continuación se detalla una síntesis de las principales aportaciones.

##### 5.1.1 Ministerio Coordinador de la Política Económica

Como se mencionó en un principio, el órgano promotor del proyecto de ley, motivo de este análisis, actualmente es el Ministerio Coordinador de la Política Económica. Este Ministerio, de mayor nivel jerárquico por su carácter de administrador general, está encargado de coordinar una gestión económica integral y articulada, mediante políticas fiscales, financieras, entre otras, que permitan la consolidación del sistema económico, conformado por el sector público, privado y la economía mixta y popular y solidaria.

En este contexto, el Ing. Álvaro Troya, coordinador del desarrollo del proyecto de ley, comienza la entrevista haciendo una breve reseña cronológica de los diferentes Proyectos de Ley que se han elaborado; mismos que han sido detallados con anterioridad.

Posteriormente, se le cuestionó sobre el porqué del desarrollo de un proyecto de ley y la respuesta consistió en la explicación de la actualidad del mercado de valores: pocos emisores y generalmente grandes participantes, básicamente por los costos que demanda la emisión en mercado de valores. Según explicó, la nueva Ley pretende viabilizar un mercado de valores para pequeños y medianos participantes, pues el REVNI es una iniciativa de las

Bolsas sin regulación o control alguno, en la que “incluso hubo una emisión de 30 millones de dólares”, recalcó el entrevistado. Asimismo, el Ing. Troya, ratificó que el Mercado Alternativo reemplazará al REVNI con una adecuada regulación y control, permitiendo que este sea un vehículo para que las empresas puedan buscar financiamiento en las Bolsas de Valores. “Cualquier mercado irregular se presta para que haya asimetrías de información...”, ratificando que todos los valores se negociarán a través de un mercado ya sea Bursátil o Alternativo; justificando así que es necesario regular el REVNI y formalizar mercados sin incrementar costos normales.

Una de las principales contribuciones del Ing. Troya al estudio, fue definir quienes serán los organismos de control, supervisión y regulación, dentro del Marco Institucional del Mercado de Valores. Se pretende trasladar las funciones de regulación más cercanas al Ejecutivo a través de la JRMV y dejar la supervisión y control a la Superintendencia de Compañías.

Por otro lado, el PLMV promoverá el profesionalismo de los estructuradores de las Casas de Valores, pues a decir del Ing. Troya, se han emitido títulos tanto en REVNI como en Mercado Bursátil de *mala calidad*. Se prevé una acreditación mediante certificados emitidos conjuntamente entre Casas de Valores y Organismos Educativos.

Finalmente, el entrevistado concluye su exposición señalando que es vital acompañar al PLMV con Políticas de promoción y desarrollo de Mercado de Valores, tanto desde el sector privado como del sector público. El sector privado debe buscar a la incorporación de nuevos emisores, pequeños y medianos principalmente e incluso desarrollar nuevos productos; por su parte, el Gobierno, debería enfocarse en una adecuada promoción.

### **5.1.2 Superintendencia de Compañías**

El Econ. Joffre Ortiz Patiño, de la Intendencia de Valores de la Superintendencia de Compañías, accedió a una entrevista a fin de exponer su criterio respecto a ciertos cambios que se proponen en el Proyecto de Ley de Mercado de Valores Ecuatoriano.

Por su cercanía con las fuentes de información primarias, se procedió a consultarle al Econ. Ortiz respecto a los problemas de falta de cultura por parte de la ciudadanía, a fin de entre ver las soluciones que se plantean; a lo que respondió que “La falta de cultura financiera está desde las aulas de escuelas, colegios y universidades, en donde se da una cátedra en ese sentido, lo cual el Gobierno debería poner dentro de su malla educativa”.

“La gente necesita conocer que existen otras formas de financiamiento y de inversión y el llamado a hacerlo a mi criterio debería ser el Gobierno Nacional

y no tanto la Superintendencia de Compañías que es un organismo del Estado”, agregó.

Además recalcó que “...Esta falta de educación financiera y bursátil ha incidido en el crecimiento del Mercado de Valores ecuatoriano”.

De igual modo, opina que el retraso en términos de evolución de mercado bursátil atiende a que “... las empresas son familiares y no desean abrir sus estados financieros al público ni repartir sus dividendos”.

Antes de concluir recalcó que “...(el) actual Proyecto va encaminado a mejorar lo que hasta el momento se ha realizado, esperando que el Mercado de Valores ecuatoriano, el cual goza de buena salud continúe creciendo y desarrollándose”.

### **5.1.3 Casa de Valores**

Por otro lado, también es importante conocer la opinión de quienes laboran insertos en este mercado; por ello, se ha considerado importante entrevistar a una Casa de Valores y que, particularmente, opere a nivel nacional e internacional, de modo que se puedan hacer comparaciones cualitativas con otras economías de la región. En este contexto, el Econ. Mauricio Zurita, Gerente de Producto de VECTOR GLOBAL WMG, se ha mostrado gustoso de colaborar con esta investigación.

En relación al conocimiento del Proyecto de Ley motivo de la entrevista, el entrevistado ha señalado que hoy en día, esta genera una *“amplia incertidumbre”* dados los numerosos borradores que se han socializado; sin embargo considera que si se han incorporado elementos relevantes. Entre estos elementos, una mayor participación ciudadana: *“se incorporaron varios aspectos que fomentan la participación ciudadana, tales como: los mercados alternativos, los clubes de inversión, unificación de los sistemas transaccionales”*. Con relación a este último punto, la integración de sistemas transaccionales, el Econ. Zurita, afirma que el SIUB es un paso importante, que a pesar de sus problemas de implantación, estos no impedirán su consolidación en el tiempo.

En lo referente a la transformación de la naturaleza de las Bolsas de Valores, el entrevistado considera que es *“una necesidad y una corriente a nivel mundial... ya es hora de que sus accionistas pidan resultados y eficiencia en los mismos”*.

Una de las principales aportaciones del Econ. Zurita, fue en el tema de la cultura financiera; pues conoce de diferentes realidades a nivel regional. Él considera que la falta de cultura financiera no es un problema sólo del Ecuador, sino de algunas economías emergentes. Además, opina que esta

carencia de cultura no sólo se les debe imputar a las personas naturales, sino también a las empresas e inversionistas institucionales. De acuerdo al entrevistado, estos últimos *“no toman la decisión de ver al mercado de valores como su fuente natural de financiamiento para proyectos a largo plazo principalmente...”* restringiéndose así a una sola fuente, la Banca Comercial.

En temas de protección a los inversionistas, el entrevistado explica que la mejor manera de proteger al inversionista nacional o extranjero es un mayor conocimiento del mercado de valores; *“ya que con conocimiento y regulación precisa y eficiente, el mercado es un instrumentos seguro de focalización del ahorro nacional hacia la inversión”*.

Mientras que su opinión referente a la participación del IESS o BIESS como inversionistas institucionales, debe ser *“técnica, independiente y no política es fundamental para la economía local”*.

Finalmente, la entrevista concluye con el entrevistador insistiendo en la necesidad de socialización del último borrador del Proyecto de Ley; ya que solo así se podrá prever un impacto positivo o negativo. *“Lo que si es importante recalcar es que es necesario un proceso de modernización del mercado y eso empieza con reformas estructurales a la Ley actual”*.

#### **5.1.4 Calificadora de riesgo**

Otro partícipe importantísimo en el Mercado de Valores, son las calificadoras de Riesgo. Por ello, se ha visto oportuno entrevistar al Ing. Mario Rodrigo Mera Minuche, Presidente Ejecutivo de ECUABILITY Calificadora de Riesgos S.A.

Al igual que el representante entrevistado de las Casas de Valores, el Ing. Mera, corrobora que es indispensable socializar la última versión del Proyecto de Ley. Aunque dentro de este contexto, y una vez analizada una de sus versiones, el entrevistado indica que la posición del mercado ante una inminente aprobación del Proyecto de Ley, es **abierta** y que, como es costumbre, se cumplirá lo que dicten los órganos de control.

En lo relacionado con una mayor participación ciudadana, indica que eso es lo que pretende el Gobierno con la aprobación del Proyecto de Ley; sin embargo, *“solo con cultura y educación se logrará una mayor participación ciudadana en el mercado de valores”*.

Ya en el ámbito de la calificación de riesgo propiamente dicha, se le interrogó al entrevistado si las Calificadoras de Riesgo utilizaban la misma técnica y metodología (criterio) para calificar valores. A esto el Ing. Mera contestó que

todas utilizan procesos y metodologías similares, dadas por la Ley y el Reglamento vigentes, sin embargo, son distintas. Señala que sí se podrían homologar procesos de calificación, pero “...bajo qué estándares?”; pues *“hasta las calificadoras de riesgo más grandes del mundo tienen metodologías distintas... cuál sería el estándar?”*.

Finalmente, el entrevistado concluye que sólo una vez que se apruebe y ponga en marcha la nueva ley, se sabrá si el impacto es favorable o no para el desarrollo del país.

### **5.1.5 Declaraciones del Ejecutivo<sup>28</sup>**

En el marco del Enlace Ciudadano Nro. 276, realizado en Muisne, Esmeraldas, el Presidente de la República, Econ. Rafael Correa Delgado, anunció que se enviará próximamente, el Proyecto de Ley de Mercado de Valores, a la Asamblea Nacional. Entre las principales mejoras jurídicas, el Presidente, señaló que se simplificarán los trámites para constituir nuevas empresas.

Adicionalmente, con afán didáctico, explicó que la Banca no es la única forma de obtener fondos para financiar proyectos, resaltando que el Mercado de Valores es una fuente alternativa. Con esto se confirmaba la carencia de conocimiento de la ciudadanía en torno al tema.

Finalmente enfatizó que se pretende un mercado bursátil que funcione en pos del bienestar común y de manera eficiente.

---

<sup>28</sup> (elciudadano.gob.ec, 2012).

## **Hipótesis general**

La aprobación del Proyecto de Ley de Mercado de Valores mejorará el desempeño y profundización del Mercado de Valores en el Ecuador.

## 6. CONCLUSIONES

- En promedio, en los últimos cinco años, tan sólo el 10.27%, de las necesidades de financiamiento del país, se atienden a través del mercado de capitales; no existe un equilibrio entre la banca y el mercado de valores.
- La Ley de Mercado de Valores, prevé que la regulación y el control del mercado de valores provenga mayoritariamente del Ejecutivo, eliminando la representación del sector privado en el CNV (JRMV de acuerdo al proyecto de ley); análogamente al modelo Argentino, Chileno y Estadounidense.
- Las Bolsas de Valores cambiarán de naturaleza: pasarán a ser sociedades anónimas y deberán presentar balances al fisco para su respectiva declaración; ya no serán corporaciones civiles que no reparten utilidades para reinvertirlas.
- Los únicos capaces de realizar intermediación de valores son las casas de valores y operadores específicos del sector público. Por otro lado, la asesoría de inversiones se restringe a las sociedades legalmente autorizadas para el efecto.
- El hecho de que el REVNI, como iniciativa privada no sea regulada, se ha prestado para mala utilización por parte de ciertos emisores, lo que ha desvirtuado el espíritu con el que se creó; ya que no siempre son las PYMES quienes finalmente acceden al mercado de valores a través de este sistema.
- Las administradoras de fondos y fideicomisos, las casas de valores, bolsas de valores, depósitos de compensación y liquidación de valores dentro de su función de administrar recursos de terceros, deben someterse procesos que realicen la cobertura, mitigación y seguimiento del riesgo.

- La regulación con el objeto de dar vida jurídica a derivados financieros como opciones y futuros, en una economía dependiente de *commodities*, puede ser sumamente ventajoso para productores agrícolas principalmente; ya que a través de estas herramientas podrían proyectarse con mayor certidumbre los flujos de efectivo.
- La aprobación de este Proyecto de Ley no creará o desarrollará el mercado de valores por sí mismo; debe de acompañarse con políticas gubernamentales que fomenten su utilización.

## 7. RECOMENDACIONES

- Si bien se ha homologado el funcionamiento operativo, normas y procesos a través del SIUB, es importante avanzar plenamente en la integración bursátil, en la que las Casas de Valores puedan participar en una u otra locación, sin tener que adquirir un Puesto de Bolsa en cada una de las Bolsas de Valores participantes del mercado.
- Crear cultura bursátil a nivel académico, impartiendo conocimientos legales, fiscales y operativos del Mercado de Valores a nivel nacional e internacional.
- Es importante que el Ecuador se adhiera a procesos de integración bursátil regional, pues permite diversificar el riesgo del capital, tanto a inversionistas como emprendedores; además del acceso a mercados con realidades productivas adicionales y complementarias a los nuestros.
- Es importante masificar el conocimiento bursátil en términos generales, a través de medios de difusión masivos, de modo que todo emprendedor y ahorrador conozcan de este mercado y aspiren a buscar mejores alternativas para sus capitales.
- En una economía cuyas principales fuentes de ingresos son productos agrícolas como café, banano, camarón, entre otros, sería muy bueno impulsar el desarrollo de derivados financieros como las opciones o los futuros; de ese modo los participantes de este comercio podrían cubrir sus posiciones y mitigar el riesgo inherente al giro natural de estos negocios, además de proyectar flujos de efectivo con mayor certeza.
- En economías desarrolladas una gran parte de la población invierte en el mercado de valores; porque tienen conocimiento, productos y acceso a estos servicios.
- El Proyecto de Ley, materia de este estudio, debe venir acompañado de políticas de promoción, difusión y capacitación sobre Mercado de Valores; solo así se podrá desarrollar un sector de la economía con muchísimo potencial; es fundamental que se eleve a Política de Estado la socialización de fuentes eficientes de financiamiento e inversión.

## 8. ESQUEMA DE TRABAJO

### 8.1 TALENTO HUMANO

Para la elaboración del presente trabajo investigativo, el autor es el encargado de realizar las diferentes actividades de investigación, encuesta, entrevista, tabulación, redacción, etc., por sí mismo; sin recurrir a la subcontratación de procesos.

### 8.2 RECURSOS Y MEDIOS DE TRABAJO

Los recursos que se ha utilizar para llevar a cabo la investigación son básicamente transporte, papelería, impresión de formularios, procesamiento de la información, refrigerios, empastado, entre otros.

### 8.3 RECURSOS FINANCIEROS

Los recursos financieros requeridos para elaborar el presente proyecto se detallan a continuación:

- Transporte: \$50
- Papelería: \$50
- Impresión de formularios: \$10
- Empastado: \$60

### 8.4 CRONOGRAMA DE TRABAJO

ACTIVIDADES	DURACION (SEMANAS)								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Ajustar el anteproyecto	■								
Establecer Contactos	■	■							
Aplicar Instrumentos (Cuestionario - Entrevista)			■	■	■				
Elaborar Marco Teórico		■	■	■	■	■	■		
Procesar los datos						■			
Analizar Los resultados							■		
Elaborar Informe Final								■	
Entregar Informe Final									■

## 9. BIBLIOGRAFÍA DE INVESTIGACIÓN

- Agencia EFE. (2011). El FMI espera moderación del crecimiento en la región andina para 2011 y 2012. *Vistazo* .
- Aguilar, G., & Troya, M. B. (9 de Noviembre de 2011). (A. Durán, Entrevistador)
- Amada Godoy Ruiz. (2011). Empresas familiares en Ecuador: El caso del Grupo Godoy. *ESPAE Y EMPRESA* , 11.
- Ames, G. J. (2008). *The Globe Encompassed: The Age of European Discovery, 1500-1700*. Pearson Prentice Hall.
- Banco Central Ecuatoriano. (s.f.). *Banco Central Ecuatoriano*. Recuperado el 28 de Noviembre de 2011, de <http://www.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/>
- Banrio Casa de Valores. (s.f.). Recuperado el 1 de Marzo de 2012, de <http://www.banrio.com/glosario.php>
- Birley, A. R. (1999). *Septimius Severus, the African Emperor*. Londres: Routledge.
- Bolsa de Valores de Guayaquil. (s.f.). *Mundo Bolsa de Valores Guayaquil*. Recuperado el 20 de Noviembre de 2011, de Quienes somos: <http://www.mundobvg.com/bvgsite/quienes.htm>
- Bolsa de Valores de Quito. (s.f.). *Quienes somos*. Recuperado el 17 de Noviembre de 2011, de Antecedentes históricos: <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/antecedentes-historicos/>
- Brull, H. R. (2007). *El mercado de capitales globalizado al alcance de todos*. Dunken.
- Buró de análisis informativo. (s.f.). *Buro de análisis*. Recuperado el 14 de Julio de 2012, de <http://www.burodeanalisis.com/2011/12/28/2777-millones-movio-la-publicidad-en-los-primeros-10-meses-del-ano/>

- Chiriboga, J. (01 de Diciembre de 2011). Ingeniero. (A. Durán, Entrevistador)
- Constitución de la República del Ecuador. (2008). Manabí, Montecristi.
- *Crónica Económica*. (10 de Mayo de 2009). Recuperado el 18 de Noviembre de 2011, de <http://www.cronicaeconomica.com/articulo.asp?idarticulo=9205>
- Cuenca, P., Contreras, D., & Holguín, C. (2010). "Proyecto de creación de estrategias para aumentar las negociaciones bursátiles en la BVG (Bolsa de Valores de Guayaquil)". Guayaquil, Ecuador.
- Deloitte & Touche. (2012). *Informe sobre los estados financieros*. Quito.
- Diario Hoy. (27 de Julio de 2011). Ley de mercado de valores lista para su debate en la asamblea.
- *EFXTO Comunidad Forex*. (s.f.). Recuperado el 9 de Julio de 2012, de ¿Qué es un market maker?: <http://www.efxto.com/diccionario/m/3984-market-maker#ixzz20AiqvYMs>
- El modelo agroexportador del Ecuador. (1996). *Gestión. Economía y Sociedad* , 52-53.
- El periódico del Ecuador. (26 de 06 de 2012). Proyecto para exonerar de ISD a inversiones en bolsas.
- El Telégrafo. (24 de Enero de 2012). Bolsas de valores se unifican. *Actualidad* .
- elciudadano.gob.ec. (16 de 06 de 2012). *elciudadano.gob.ec*. Recuperado el 1 de 07 de 2012, de Ejecutivo enviará a la Asamblea Nacional Ley de Mercado de Valores: [http://elciudadano.gob.ec/index.php?option=com\\_content&view=article&id=33295:ejecutivo-enviara-a-la-asamblea-nacional-ley-de-mercado-de-valores&catid=40:actualidad&Itemid=63](http://elciudadano.gob.ec/index.php?option=com_content&view=article&id=33295:ejecutivo-enviara-a-la-asamblea-nacional-ley-de-mercado-de-valores&catid=40:actualidad&Itemid=63)

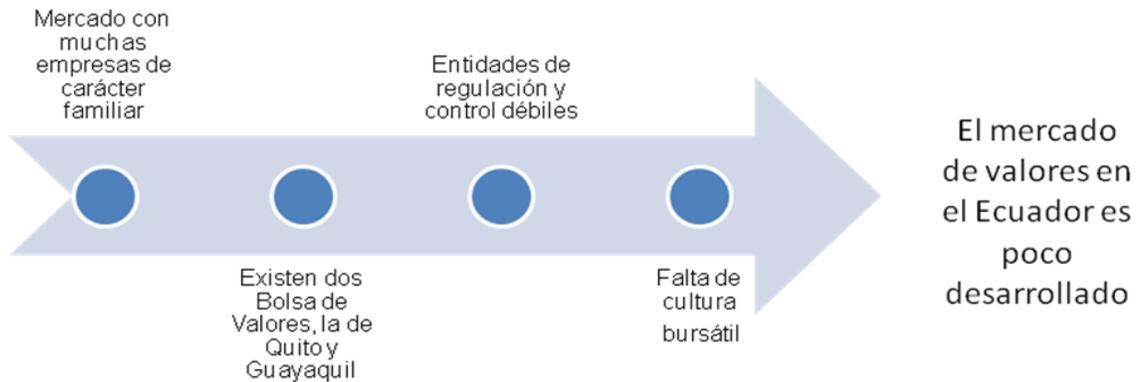
- Federación Iberoamericana de Bolsas. (2012). *Anuario Estadístico*. Secretaría Genral de la FIAB.
- Fundación Wikipedia, Inc. (17 de Noviembre de 2011). *Wikipedia*. Recuperado el 17 de Noviembre de 2011, de [http://es.wikipedia.org/wiki/Bolsa\\_de\\_Nueva\\_York](http://es.wikipedia.org/wiki/Bolsa_de_Nueva_York)
- Grupo Financiero Acobo. (29 de Octubre de 2010). Las bolsas de valores. *Antecedentes de las bolsas de valores. Surgimiento y evolución. Concepto moderno de bolsa de valores*.
- Holding Tonicorp. (3 de Octubre de 2011). PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES. Guayaquil, Guayas, Ecuador.
- IESE Business School Universidad de Navarra, C. d. (1 de Julio de 2008). Newsletter nº 37. *Los expertos responden* . Barcelona, Barcelona, España: IESE Business School Universidad de Navarra.
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (s.f.). *Instituto Nacional de Estadísticas y Censos*. Recuperado el 28 de Noviembre de 2011, de <http://www.inec.gov.ec/estadisticas/>
- Jimenez, J. F. (13 de Mayo de 2001). *HISTORIA DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO*. Recuperado el 20 de Noviembre de 2011, de <http://es.scribd.com/doc/55388946/Historia-Del-Mercado-de-Valores-Ecuatoriano>
- La Hora. (21 de Mayo de 2012). Ley de mercado de valores traerá otra reforma tributaria. *ECONOMIA* .
- Ley de Mercado de Valores - Chile. (22 de Octubre de 1981). *LEY Nº 18.045* . Chile.
- MARYCRISS26. (13 de Septiembre de 2011). *MERCADO DE VALORES*. Recuperado el 20 de Noviembre de 2011, de <http://es.scribd.com/doc/64819387/MERCADO-DE-VALORES>
- Ministerio de Coordinación de Política Económica . (Octubre de 2011). Proyecto de Ley de Mercado de Valores. Quito, Pichincha, Ecuador.

- Polastri Amat, G. M., & Gutierrez, C. (s.f.). DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES EN EL ECUADOR.
- Registro Oficial. (13 de Julio de 2011). Ecuador.
- Superintendencia de Compañías. (2011). *Boletín Estadístico Mensual de Mercado de Valores*.
- Troya, A. (2 de Febrero de 2012). Ingeniero. (A. D. Proaño, Entrevistador)
- UNESCO. (s.f.). *Organización de las Naciones Unidas para la Ciencia y la Cultura*. Recuperado el 18 de Noviembre de 2011, de <http://www.unesco.org/new/es/communication-and-information/flagship-project-activities/memory-of-the-world/register/full-list-of-registered-heritage/registered-heritage-a-to-b/archives-of-the-dutch-east-india-company/>
- Valda, J. C. (15 de Septiembre de 2011). *Grandes Pymes*. Recuperado el 29 de Octubre de 2011, de <http://jcvalda.wordpress.com/2011/09/15/quien-tiene-el-poder-en-la-empresa-familiar/>

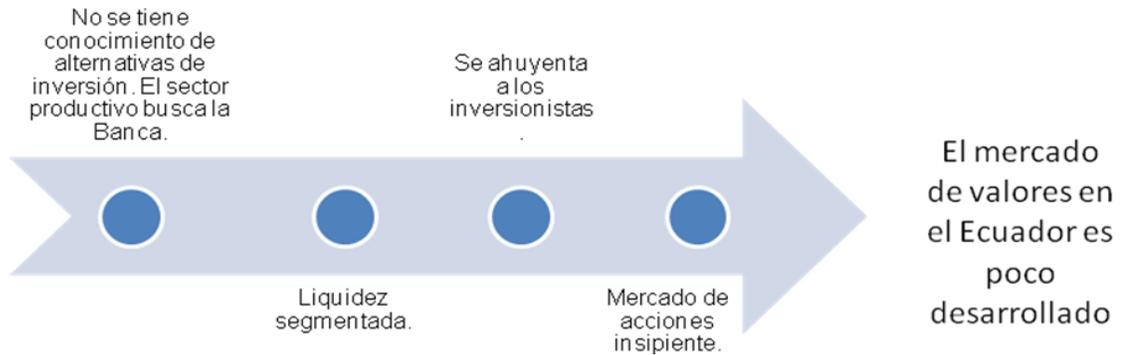
## 10. ANEXOS

### ANEXO 1

#### Diagnóstico



#### Pronóstico



#### Control al pronóstico



## ANEXO 2

### Ficha inteligente

Nº	Variables	Disciplina
1	Empresas familiares en el Ecuador	Administración de empresas
		Economía
2	Mercado de valores ecuatoriano	Finanzas
		Derecho
3	Entidades de regulación y control	Economía (macroeconomía)
4	Cultura bursatil	Finanzas
		Sociología
5	Alternativas de financiamiento	Finanzas
		Economía
6	Liquidez segmentada	Finanzas
7	Falta de inversionistas	Socioeconomía ecuatoriana
		Portafolio de inversiones
8	Mercado de acciones insipientes	Finanzas
9	Protección al inversionista	Derecho
10	Banco del Afiliado	Finanzas
		Economía
		Planeación estratégica
11	Confianza del inversionista	Psicología
12	Unificación de mercados	Derecho
		Finanzas
13	Desarrollo del Ecuador	Economía
		Finanzas
		Producción
		Administración de empresas
14	Ley de Mercado de Valores	Derecho

## ANEXO 3

### Entrevista

**Bolsa de Valores de Guayaquil – Dr. Ricardo Gallegos**  
**Ministerio de la Coordinación de la Política Económica – Ing. Álvaro**  
**Troya**

#### ENTREVISTA

Fecha: Enero/2012

#### Preguntas

1. ¿Quién lideró la idea de mejorar la Ley de Mercado de Valores? ¿Por qué?
2. ¿Cuánto tiempo ha demorado su conclusión final? ¿Cuándo se dará trámite en la Asamblea?
3. ¿Cuál es la estructura orgánica del MV que prevé el PL?
4. ¿Qué beneficios o incentivos brinda el Proyecto de Ley, para que la PYME entre a participar en Mercado de Valores?
  - a. Actualmente hay un mercado informal de papeles de deuda (en el que intermedian las Casas de Valores) que es bastante amplio y actualmente la Ley limita el accionar de las Casas de Valores ¿esto será regulado e incorporado en el PLMV?
5. ¿El PLMV viene vinculado con alguna política de promoción del MV en el Ecuador?
6. ¿De dónde surge la idea de los Clubs de Inversión? ¿Hay alguna estadística que valide que estos clubs tendrán éxito? ¿Qué motivaría al pequeño inversionista a participar del MV?
7. ¿Existen nuevos requisitos y funciones tendrán las Casas de Valores?
8. ¿Podrán las Casas de Valores estructurar y colocar? o ¿deberán dedicarse a una de esas dos alternativas?
9. De acuerdo al PL las Calificadoras de Riesgo serán designadas al azar ¿para qué procesos? ¿habrá comisiones por colocación exitosa? ¿qué pasa con las empresas que no tienen buenas relaciones? ¿cómo afecta el hecho de que el mercado de calificadoras de riesgo no sea Homogéneo?
10. ¿Cómo queda el tema de los Fideicomisos, el fideicomiso mercantil será regulado por esta ley? o ¿sólo queda el Fideicomiso de Titulación?
11. ¿Qué amparos tendrá el inversionista del MV frente a posibles distorsiones?
12. ¿Existirá un mejor control del órgano regulador? Concretamente ¿cómo?

## ANEXO 4

### Entrevista Calificadora de Riesgo

#### ENTREVISTA A CALIFICADORAS DE RIESGO

Fecha: 03/Febrero/2012

Calificadora: ECUABILITY S.A. Calificadora de Riesgos

Entrevistado: Ing. Mario Rodrigo Mera ~~Mirucha~~, Presidente Ejecutivo

Entrevistador: Andrés Durán ~~Proaño~~

Egresado de la Universidad de Especialidades Espíritu Santo, UEES.

Guayaquil - Ecuador

*Como requisito previo para la obtención de mi título universitario, realizo una investigación titulada "Análisis del Proyecto de Ley de Mercado de Valores y su incidencia en el desarrollo del Ecuador".*

*Desde principios del 2011 se viene debatiendo, socializando y modificando el Proyecto de Ley de Mercado de Valores, desarrollado por el Ministerio de la Coordinación de la Política Económica. El motivo de la presente entrevista es obtener impresiones generales, de los diversos participantes del mercado de valores, en torno a este tema.*

Preguntas:

1. ¿Conoce Ud. el Proyecto de Ley de Mercado de Valores? ¿Ha podido analizarlo con profundidad?

CONOZCO UNA VERSION D EL PROYECTO DE NU EVA LEY D E MERCADO DE VALORES, EL CUAL SI HEMOS ANALIZADO A PROFUNDIDAD.

NO TENEMOS CLARO SI SERA LA ULTIMA VERSION.

2. ¿Cuál es su apreciación, en términos generales, al respecto?

ES POSITIVA POR QUE ACTUALIZACION VARIOS TEMAS, PERO AL MISMO TIEMPO ES UN POCO CONFUSA EN CIERTOS ASPECTOS.

3. ¿Cuál cree que será la disposición del mercado, considerando a todos los participantes, ante una probable aprobación del Proyecto de Ley de Mercado de Valores?

LA DISPOSICION DEL MERCADO ES ABIERTA, ACEPTAMOS SIEMPRE LO QUE PROPONGAN DESDE EL ENTE DE CONTROL. OJALA SE SOCIALICE LA ULTIMA VERSION DEL PROYECTO ANTES DE SU DEBATE EN LA ASAMBLEA.

UNA VEZ APROBADA LA LEY, LOS PARTICIPES HAREMOS LO QUE SIEMPRE HACEMOS, ES DECIR CUMPLIRLA.

4. ¿Considera Ud. que el Proyecto de Ley de Mercado de Valores incorpora un mejor control del mismo?

SI INCORPORA UN MAYOR CONTROL.

5. ¿Considera Ud. que el Proyecto de Ley de Mercado de Valores incentivaré a una mayor participación de la ciudadanía, en general, en este?

LA IDEA DEL GOBIERNO ES ESA, PERO REALMENTE SOLO CON CULTURA Y EDUACION SE LOGRARA MAYOR PARTICIPACION CIUDADANA EN EL MERCADO DE VALORES.

6. **¿El Proyecto de Ley de Mercado de Valores beneficia, estimula o promueve más a la oferta o la demanda de valores?**

EN MI CRITERIO **NO**

7. **En lo referente a las Calificadoras de Riesgo, la legislación ¿ha tenido avances o retrocesos? ¿hay algún articulado que sea/no sea adecuado para la operación de las Calificadoras de Riesgo?**

ES DIFÍCIL DE ASEVERARLO CON CERTEZA.

SI EL ARTICULO SOBRE EL SORTEO Y EL DE LA HOMOLOGACION A UN SOLO ESTANDAR.

8. **¿Son todas las Calificadoras de Riesgo iguales en Técnica y Metodología de calificación de valores? ¿Podrían homologarse los estándares de calificación? ¿Por qué sí o no?**

NO TODAS LAS CALIFICADORAS TENEMOS PROCESOS, PROCEDIMIENTOS Y METODOLOGIAS DISTINTAS, EXISTE UN LINEAMIENTO GENERAL DADO POR LA LEY Y EL REGLAMENTO, PERO SOMOS DISTINTOS.

PODER, ES POSIBLE, AHORA LA PREGUNTA ES CON QUE ESTANDARES?? RECUERDE QUE HASTA LAS CALIFICADORAS MAS GRANDES DEL MUNDO TIENEN METODOLOGIAS DISTINTAS, POR TANTO CUAL DE ELLAS SERIA EL ESTANDAR?

9. **¿Está de acuerdo con que el Proyecto de Ley de Mercado de Valores incluya un SORTEO, para la designación de las Calificadoras de Riesgo en los procesos de Oferta Pública?**

NO ESTOY DE ACUERDO.

ESTO DEMOCRATIZA EL TRABAJO Y "LO DISTRIBUYE" DE MEJOR MANERA, AHORA EL SERVICIO DADO POR CADA CALIFICADORA ES DISTINTO Y POR TANTO LOS CLIENTES/USUARIOS PODRIAN SENTIR UNA INCOMODIDAD, PUES ESTAN ACOSTUMBRADOS A LA RELACION DE NEGOCIOS CON SU CALIFICADORA DE SIEMPRE.

10. **Finalmente, ¿cree que el Proyecto de Ley de Mercado de Valores tendrá un impacto positivo o negativo en el desarrollo del país?**

PIENSO QUE SOLO UNA VEZ QUE ESTE APROBADA Y EN APLICACION SE PODRA DAR UNA OPINION SOBRE EL IMPACTO QUE LA MISMA GENERARA EN EL PAIS, SEA EN FORMA POSITIVA O NEGATIVA.

## ANEXO 5

### Entrevista Casa de Valores

#### ENTREVISTA PARA TRABAJO DE TITULACIÓN

**“Análisis del Proyecto de Ley de Mercado de Valores y su incidencia en el desarrollo del Ecuador”**

**Andrés Durán Proaño – UNIVERSIDAD DE ESPECIALIDADES ESPÍRITU SANTO, UEES  
Guayaquil - Ecuador**

Econ. Mauricio Zurita  
GERENTE DE PRODUCTO  
VECTOR GLOBAL WMG

- 1. ¿Conoce Ud. el Proyecto de Ley de Mercado de Valores? ¿Ha podido analizarlo con profundidad?**

*Si lo he analizado, en sus innumerables versiones, pero ya no conozco el último borrador del Proyecto de Ley de Mercado de Valores (PLMV) y si en el mismo existen cambios relevantes a los proyectos previamente analizados*

- 2. ¿Cuál cree que será la disposición del mercado, considerando a todos los participantes, ante una probable aprobación del Proyecto de Ley de Mercado de Valores?**

*Lo extenso del debate y demora en envío del PLMV para aprobación en la Asamblea Nacional ha generado una amplia incertidumbre al respecto, teniendo en cuenta que han circulado varios borradores o anteproyectos.*

- 3. ¿Considera Ud. que el Proyecto de Ley de Mercado de Valores incorpora un mejor control del mismo?**

*La última versión por mi analizada, incorpora varios aspectos muy interesantes en el mismo, así como aspectos que son perjudiciales a alguna manera al mercado, pero insisto sin una última versión es difícil determinar si el proyecto será bueno o malo.*

- 4. ¿Considera Ud. que el Proyecto de Ley de Mercado de Valores incentivará a una mayor participación de la ciudadanía, en general, en este?**

*Entre los objetivos del PLMV estaba la democratización del mismo y de hecho desde el inicio de los borradores se incorporaron varios aspectos que fomentan la participación ciudadana, tales como: los mercados alternativos, los clubes de inversión, unificación de los sistemas transaccionales (actualmente están unificados), etc,*

- 5. ¿En qué influye que las casas de valores pasen de ser corporaciones civiles a sociedades anónimas?**

*Las casas de valores actualmente ya son sociedades anónimas, lo que se propone en el PLMV es que las bolsas de valores sufran esta transformación, que sin duda es una necesidad y una corriente a nivel mundial, ya es hora de que las bolsas de valores sean sociedades anónimas y coticen en sus propios mercados y sus accionistas pidan resultados y eficiencia en los mismos.*

**6. ¿Existen problemas técnico – operativos tras la unificación virtual de las Bolsas de Valores en el Ecuador con el Sistema Único Bursátil (SIUB)?**

*Los procesos de unificación de los mercados deben ser procesos integrales y toman tiempo en lograr sincronizar todos los procesos que facilitarán la integración real y efectiva. En el caso del SIUB es un paso muy positivo para el mercado de valores ecuatoriano y sin duda ha traído problemas de implantación, pero nada que impida su consolidación.*

**7. ¿A qué se debe la falta de cultura financiera de la población del Ecuador y cómo influye en el desarrollo del Mercado de Valores?**

*La falta de cultura financiera y bursátil, no es un problema único del Ecuador, es un problema de algunas economías emergentes y sin duda influye en la evolución del mismo y su consolidación. La falta de cultura bursátil no solo es imputable a las personas naturales (en economías desarrolladas la mayor parte de la población invierte en el mercado de valores) sino también a los inversionistas institucionales y las empresas que no toman la decisión de ver al mercado de valores como su fuente natural de financiamiento de sus proyectos de largo plazo principalmente. El gobierno debe ser un actor importante en el mercado igualmente.*

**8. ¿Cómo incide el poco desarrollo del mercado de acciones en el crecimiento empresarial?**

*El mercado de valores ecuatoriano es en su mayoría un mercado de instrumentos de renta fija (bonos corporativos, papel comercial y procesos de titularización de activos), que representan aproximadamente el 97% de las negociaciones del mercado, el resto son negociaciones de títulos de renta variable (acciones), el empresariado nacional no ve al mercado de valores como una fuente de financiamiento con mejores condiciones globales que la banca tradicional, por lo que si puede restringir sus fuentes de financiamiento y dependen de un sola fuente, que comúnmente es la banca comercial.*

**9. ¿Cómo se puede proteger al inversionista de capitales a través de la Bolsa de Valores de país, tanto nacional como extranjero?**

*Las bolsas de valores, las casas de valores, los órganos de control del mercado de valores y en general todos los participantes debemos fomentar un conocimiento mayor del mercado de valores, esa es la mejor forma de proteger al inversionista, ya que con conocimiento y regulación precisa y eficiente, el mercado es un instrumentos seguro de focalización del ahorro nacional hacia la inversión.*

**10. ¿Es importante la participación del Banco del Afiliado en el mercado de capitales?**

*El banco del IESS, anteriormente el IESS es uno de los principales actores del mercado no solo bursátil, sino actualmente en el mercado crediticio, por lo que su participación técnica, independiente y no política es fundamental para la economía local, siendo su objetivo central el invertir eficientemente los recursos de los afiliados.*

- 11. ¿Son todas las Calificadoras de Riesgo iguales en Técnica y Metodología de calificación de valores? ¿Podrían homologarse los estándares de calificación? ¿Por qué si o no?**

*Cada calificadora de riesgos tiene metodologías distintas y es aquí donde radica la fortaleza de cada una de ellas, lo que se recomienda y se exige a nivel normativo es que estos manuales o metodologías al menos tenga ciertos parámetros básicos.*

- 12. ¿Es positivo o negativo el que tengan las Bolsas de Valores y los administradores de Mercado Alternativo tengan que notificar a todo el mercado cuando una persona acceda al 10% o más del capital de una empresa?**

*El bien máspreciado en un mercado de capitales y valores es la información, por lo que mientras más información tengamos del mismo es beneficioso, hay que desmitificar el miedo a entregar la información de los emisores en general*

- 13. Finalmente, ¿cree que el Proyecto de Ley de Mercado de Valores tendrá un impacto positivo o negativo en el desarrollo del país?**

*Hasta no tener la última versión del PLMV es imposible determinar si será positivo o negativo para el mercado, lo que si es importante recalcar es que es necesario un proceso de modernización del mercado y eso empieza con reformas estructurales a la Ley actual para potenciar el mercado que tanta falta hace y llevarlo a estándares por lo menos de nuestros países vecinos.*

## ANEXO 6

### Entrevista Superintendencia de Compañías

#### ENTREVISTA PARA TRABAJO DE TITULACIÓN

#### **“Análisis del Proyecto de Ley de Mercado de Valores y su incidencia en el desarrollo del Ecuador”**

**Andrés Durán Proaño – UNIVERSIDAD DE ESPECIALIDADES ESPÍRITU SANTO, UEES  
Guayaquil - Ecuador**

Econ. Joffre Ortiz Patiño

SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS – INTENDENCIA DE VALORES

1. ¿De aprobarse el Proyecto de Ley, mejorará el control preventivo de situaciones provocadas por especulación?

El proyecto de Ley de Mercado de Valores, a la fecha ha sufrido varias modificaciones, al momento las autoridades han decidido que a la actual Ley se le hagan una reformas y no reemplazarla toda como en un momento se quiso hacer, lo cual considero más saludable, ya que la Ley vigente ha sido relativamente buena, sin que esto sea un impedimento a que se la mejore.

El asunto de la especulación no es muy aplicable en nuestro país por cuanto los títulos valores que se negocian en las Bolsas de Valores son de renta fija, esto sucede más en Mercados más desarrollados donde existe una fortalece en los títulos de renta variable.

En todo caso, la Superintendencia hasta el momento ha mantenido un control debido a los entes inscritos en el Registro de Mercado de Valores, en donde a pesar de que se maneja en el Mercado de Dinero, el Mercado de Valores ecuatoriano, ha podido sortear los problemas que se presentaron en su momento, por ejemplo la crisis bancaria del año 2009, y las que se presentan hasta el momento.

2. ¿Considera Ud. que el Proyecto de Ley de Mercado de Valores incentivará a una mayor participación de la ciudadanía, en general, en este?; ¿Se democratizará el mercado con nuevos participantes?

Considero que la intención del Poder Ejecutivo se concentra en la promoción del Mercado de Valores, para posteriormente democratizar su utilización. El Gobierno desea que las empresas pequeñas y medianas también puedan participar emitiendo títulos valores para que se negocien en las bolsas de valores, lo cual es sano, ya que les crea a esas empresas una nueva fuente de financiamiento adicional a la tradicional banca.

3. ¿En qué influye que las casas de valores pasen de ser corporaciones civiles a sociedades anónimas?

Las Casas de Valores actualmente son sociedades anónimas, entiendo que la pregunta se dirige a las Bolsa de Valores, esas sí, actualmente son corporaciones civiles y pasarían a ser sociedades anónimas. Aquí surge una situación inusual ya que al ser las Bolsas sociedades anónimas, podrían ser emisoras de títulos valores que se negociarían en la Bolsa que son ellas. Se podría crear un conflicto de interés. Se queda a la espera de las autoridades sepan ver esta situación previamente antes de emitir la Resolución correspondiente.

4. ¿Existen problemas técnico – operativos tras la unificación virtual de las Bolsas de Valores en el Ecuador con el Sistema Único Bursátil (SIUB)?

Al contrario, a mi criterio el tamaño poblacional y transaccional en el Mercado de Valores es demasiado pequeño como para tener dos Bolsas de Valores, por ejemplo México, siendo un país muchísimo más grande que el Ecuador tiene una sola Bolsa, por lo que considero que más que unificación se debe encaminar es a la eliminación de una Bolsa. El primer paso podría ser la unificación para luego ir a la eliminación.

5. ¿A qué se debe la falta de cultura financiera de la población del Ecuador y cómo influye en el desarrollo del Mercado de Valores?

La falta de cultura financiera está desde las aulas de escuelas, colegios y universidades, en donde se da una cátedra en ese sentido, lo cual el Gobierno debería poner dentro de su malla educativa.

La gente necesita conocer que existen otras formas de financiamiento y de inversión y el llamado a hacerlo a mi criterio debería ser el Gobierno Nacional y no tanto la Superintendencia de Compañías que es un organismo del Estado.

Esta falta de educación financiera y bursátil ha incidido en el crecimiento del Mercado de Valores ecuatoriano.

6. ¿Cómo incide el poco desarrollo del mercado de acciones en el crecimiento empresarial?; ¿Se desarrollará (o se estimula) con el Proyecto de Ley, el Mercado de renta variable?

El actual proyecto de ley no lo conozco a profundidad por cuanto sufre continuas modificaciones, lo cual al momento no es definitivo.

El desarrollo de las acciones sería positivo para el Ecuador, ya que los inversionistas participarían activamente en el desarrollo empresarial.

El problema es que las empresas son familiares y no desean abrir sus estados financieros al público ni repartir sus dividendos.

7. ¿Es importante la participación del Banco del Afiliado en el mercado de capitales?

Debido al poco desarrollo del Mercado de Valores, es muy importante la participación del Banco del Afiliado, ya que es un Inversionista Institucional.

Sería deseable una participación mayor de la ciudadanía.

8. ¿Son todas las Calificadoras de Riesgo iguales en Técnica y Metodología de calificación de valores? ¿Podrían homologarse los estándares de calificación? ¿Por qué si o no?

Cada Calificadora de Riesgo tiene su metodología la cual previamente es aprobada por la Superintendencia de Compañías.

Podría homologarse en términos generales, guardando cada una sus secretos profesionales.

Esta es una práctica universal.

9. ¿Este proyecto de ley propiciará el desarrollo de un mercado *subprime* (Mercado Alternativo)?

Por el momento no creo que se desarrolle ese mercado. Primeramente se debe desarrollar el mercado de acciones.

10. Finalmente, ¿cree que el Proyecto de Ley de Mercado de Valores tendrá un impacto positivo o negativo en el desarrollo del país?

Creo que se actual Proyecto va encaminado a mejorar lo que hasta el momento se ha realizado, esperando que el Mercado de Valores ecuatoriano, el cual goza de buena salud continúe creciendo y desarrollándose.

## ANEXO 7

### Reformas a la Ley de Régimen Tributario Interno

#### UNDÉCIMA.- Reformas a la Ley de Régimen Tributario Interno

##### 1.1 Refórmese el numeral 15 y subnumeral 15.1 del Art. 9 de la Ley Orgánica de Régimen Tributario por el siguiente texto:

*“...15.- Los ingresos que obtengan los fideicomisos mercantiles, siempre que no desarrollen actividades empresariales u operen negocios en marcha, conforme la definición que al respecto establece el Art. 42.1 de esta Ley. Así mismo, se encontrarán exentos los ingresos obtenidos por los fondos comunes de inversión, clubes de inversión y fondos complementarios. Para que las sociedades antes mencionadas puedan beneficiarse de esta exoneración, es requisito indispensable que quien distribuya los beneficios, rendimientos, ganancias o utilidades, haya efectuado la correspondiente retención en la fuente del impuesto a la renta -en los mismos porcentajes establecidos para el caso de distribución de dividendos y utilidades, conforme lo dispuesto en el Reglamento para la aplicación de esta Ley- al beneficiario o constituyente de cada fideicomiso mercantil, , y, además, presente una declaración informativa al Servicio de Rentas Internas, en medio magnético, por cada fideicomiso mercantil, fondo común de inversión, clubes de inversión y que administre, la misma que deberá ser presentada con la información y en la periodicidad que señale el Director General del SRI mediante Resolución de carácter general.*

*De establecerse que estos fideicomisos mercantiles, fondo común de inversión, clubes de inversión y no cumplan con los requisitos arriba indicados, deberán tributar sin exoneración alguna.*

*15.1.- Los rendimientos por depósitos a plazo fijo pagados por las instituciones financieras nacionales a personas naturales y sociedades, excepto a instituciones del sistema financiero; así como los rendimientos financieros obtenidos por personas naturales o sociedades por las inversiones en valores en renta fija, que se negocien a través de las bolsas de valores del país o del mercado alternativo.*

*De igual forma, los beneficios o rendimientos, ganancias de capital obtenidos por personas naturales y sociedades, distribuidos por fideicomisos mercantiles de inversión, fondos comunes de inversión, , clubes de inversión siempre que la inversión realizada sea en depósitos a plazo fijo o en valores de renta fija o renta variable, negociados en bolsa de valores legalmente constituidas en el país, o en mercados alternativos.*

*Los depósitos a plazo fijo y las inversiones en renta fija detallados en el párrafo anterior, deberán ser originalmente emitidos a un plazo de un año o más. Esta exoneración no será aplicable en el caso en el que el receptor del ingreso sea deudor directa o indirectamente de la institución en que mantenga el depósito o inversión, o de cualquiera de sus vinculadas.*

1.2. Agréguese los siguientes subnumerales en el artículo 9:

“  
...  
15.2.- *Las ganancias de capital obtenidas por personas naturales o sociedades, por las inversiones en acciones que se efectúen a través de las bolsas de valores del país o del mercado alternativo, a partir de la vigencia de la presente Ley. Esta exención no aplicará en el caso de compraventas realizadas por partes relacionadas. La inobservancia de esta disposición será sancionada conforme a lo previsto en la Ley.*”

1.3. Añádase al final del Art. 41 lo siguiente:

*“...Se deberá deducir para el cálculo de este anticipo, en la parte correspondiente al patrimonio, el monto por concepto de aumento de capital de las empresas del sector no financiero realizado por suscripción pública de acciones a través del mercado bursátil o del mercado alternativo del país, en el mismo ejercicio económico. Esta deducción no tendrá efecto si las acciones son compradas por el mismo emisor o sus partes relacionadas.”*

1.4 Añadase en el Art 10 lo siguientes numerales:

“  
...  
(...)-*Los costos y gastos de las empresas no financieras que dentro del giro de su negocio hayan aceptado en un mismo ejercicio económico facturas comerciales negociables, en la forma y plazos establecidos en la norma correspondiente, y que las mismas hayan sido negociadas a través de las Bolsas de Valores del país y mercados alternativos, tendrán derecho a una deducción adicional del 0.5% del monto total de facturas negociadas durante un mismo ejercicio económico. Esta deducción adicional no tendrá efecto si existiesen facturas negociadas, directa o indirectamente, con partes relacionadas.*  
*No se beneficiaran de esta deducción los aceptantes que incurran en mora en el pago de las facturas comerciales negociables.*

*Las Bolsas de Valores legalmente constituidas en el país mensualmente informarán a la Administración Tributaria un detalle de las negociaciones en forma plazo y cumplimiento que por efecto de este mecanismo se han realizado. Para tal efecto la administración tributaria normará la forma y esquema de entrega de esta información.*

*(...)- Los costos y gastos incurridos por las empresas del sector no financiero en la emisión de deuda y/o que actúen como originadores en procesos de titularización de activos, conforme lo establezca el reglamento, colocados a través de las Bolsas de Valores del país o mercados alternativos, tendrán una deducción adicional del 50%, siempre y cuando no hayan sido colocados, directa o indirectamente, en partes relacionadas.*

*En ningún caso, esta deducción adicional, podrá superar una valor equivalente a cinco (5) fracciones básicas desgravadas.*

1.5 Sustitúyase en el Art 56 el numeral 12 por 3el siguiente:

*“...Las comisiones por concepto de servicios bursátiles, definidas mediante resolución por el Servicio de Rentas Internas, prestados por Bolsas de Valores, Casas de Valores, Depósitos de Compensación y Liquidación, y Administradoras de Fondos y Fideicomisos únicamente en la administración de fondos comunes de inversión y fideicomisos de titularización y de inversión que participen en el mercado de valores.*

## **LEY REFORMATORIA PARA LA EQUIDAD TRIBUTARIA EN EL ECUADOR**

### **Añádase al final del Art. 159**

*“...También están exonerados los pagos efectuados al exterior provenientes de los rendimientos financieros y ganancias de capital, de aquellas inversiones que hayan permanecido al menos un año en el país, efectuadas tanto por personas naturales o jurídicas domiciliadas en el exterior, a través de las Bolsas de Valores legalmente constituidas en el país o del mercado alternativo. Estas inversiones hacen referencia a las señaladas en el numeral 15 y subnumeral 15.1 del Artículo 9 de la Ley de Régimen Tributario Interno. No aplica esta exención cuando el pago se realice, directa o indirectamente a personas naturales o sociedades extranjeras residentes o domiciliadas en paraísos fiscales o regímenes de menor imposición.*

*DISPOSICION TRANSITORIA Todos los beneficios, incentivos y exoneraciones incorporadas por las reformas a la Ley de Mercado de Valores tendrán vigencia hasta el período fiscal 2017.*

## ANEXO 8

### CORPORACIÓN CIVIL BOLSA DE VALORES DE QUITO

#### ESTADO DE RESULTADO INTEGRAL POR EL AÑO TERMINADO EL 31 DE DICIEMBRE DE 2011

	<u>Notas</u>	<u>2011</u> (en U.S. dólares)	<u>2010</u>
<b>INGRESOS:</b>			
Comisiones		1,783,537	1,893,215
Inscripciones		604,787	452,369
Información		115,716	94,016
Eventos		67,474	61,800
Ganancia (pérdida) en valuación de inversiones, neto	15	17,139	(3,892)
Intereses y descuentos ganados	15	35,881	80,021
Por servicios		13,642	16,350
Otros		<u>154,541</u>	<u>111,271</u>
Total		<u>2,792,717</u>	<u>2,705,150</u>
<b>GASTOS:</b>			
Gastos operacionales	17	2,212,716	2,093,014
Honorarios profesionales	17	314,441	445,464
Gastos financieros		894	5,748
Total		<u>2,528,051</u>	<u>2,544,226</u>
<b>RESULTADO DEL AÑO Y TOTAL RESULTADO INTEGRAL</b>		<u>264,666</u>	<u>160,924</u>