



UNIVERSIDAD INTERNACIONAL DEL ECUADOR

Facultad de Ciencias Administrativas y Económicas

**PROYECTO DE GRADO PARA LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO
DE MAGÍSTER EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

**ANÁLISIS COMPARATIVO DEL MERCADO DE VALORES:
ECUADOR, COLOMBIA, PERÚ, Y PROPUESTA DE MEDIDAS
PARA EL DESARROLLO DEL CASO ECUATORIANO**

AUTOR: Econ. Francisco Javier Riofrío Pazmiño

DIRECTOR: Ing. Richard Jácome MSc.

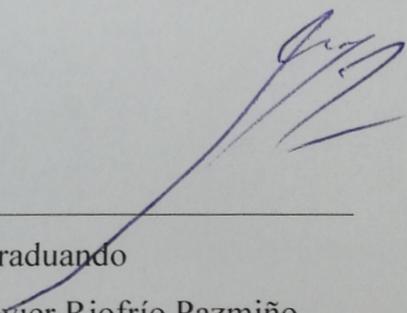
2019

Quito-Ecuador

CERTIFICACIÓN

Yo, FRANCISCO JAVIER RIOFRÍO PAZMIÑO, declaro que soy la autora exclusiva de la presente investigación; y, que ésta es original, auténtica y personal. Para todos los efectos académicos y legales que se desprendan de la presente investigación serán de mi sola y exclusiva responsabilidad.

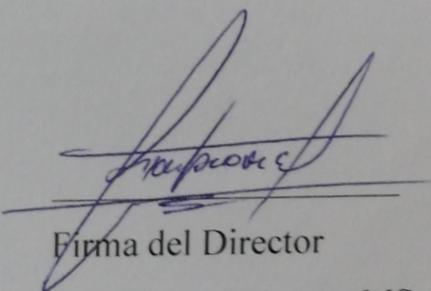
Cedo mis derechos de propiedad intelectual a la UIDE, según lo establecido en la Ley de Propiedad Intelectual, reglamento y leyes.



Firma del Graduando

Francisco Javier Riofrío Pazmiño

Yo, RICHARD JÁCOME, Declaro que, en lo que yo personalmente conozco, el señor FRANCISCO JAVIER RIOFRÍO PAZMIÑO, es el autor exclusivo de la presente investigación y que ésta es original, autentico y personal.



Firma del Director

Ing. Richard Jácome MSc.

DEDICATORIA

A mis padres por el gran amor con el que me han cultivado mis competencias, a mi padre Vicente Riofrío y a mi madre Lorena Pazmiño, así como a mis hermanos Liseth y Alexis Riofrío, con quienes deseo compartir este logro. Por lo que les dedico este trabajo de investigación.

Francisco

AGRADECIMIENTO

A mis profesores de la maestría, quienes nos han exigido nuestro máximo potencial, a mis compañeras y compañeros que en diferentes momentos hemos compartido cada uno de los módulos. Por lo que además de los conocimientos se ha podido fomentar equipos de trabajo y un gran compañerismo.

Francisco

ÍNDICE

| | |
|--------------------------|----------|
| INTRODUCCIÓN..... | 1 |
|--------------------------|----------|

CAPÍTULO I

| | |
|-----------------------------------|----------|
| 1. MACO REFERENCIAL..... | 3 |
| 1.1 EL PROBLEMA..... | 3 |
| 1.2 OBJETIVOS | 3 |
| 1.2.1 Objetivo General..... | 3 |
| 1.2.2 Objetivos Específicos | 3 |

CAPITULO II

| | |
|--|----------|
| 2. MARCO TEÓRICO | 4 |
| 2.1 MERCADO DE CAPITALAS | 4 |
| 2.1.1 Mercado bancario o intermediario..... | 5 |
| 2.1.2 Mercado de valores | 6 |
| 2.1.2.1 Participantes del mercado de valores..... | 6 |
| 2.1.2.2 Mercado Primario y Mercado secundario..... | 12 |
| 2.2 MERCADO DE VALORES VS BANCOS | 13 |

CAPITULO III

| | |
|--|-----------|
| 3. MARCO METODOLÓGICO | 16 |
| 3.1 TIPO DE INVESTIGACIÓN | 16 |
| 3.2 POBLACIÓN Y MUESTRA | 16 |
| 3.3 FUENTES DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN | 17 |
| 3.4 TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN | 17 |

CAPITULO IV

| | |
|--|-----------|
| 4. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE VALORES DE ECUADOR, COLOMBIA Y PERÚ | 18 |
|--|-----------|

| | | |
|-------|---|----|
| 4.1 | MERCADO DE VALORES ECUATORIANO..... | 18 |
| 4.1.1 | Descripción del Mercado de Valores ecuatoriano | 18 |
| 4.1.2 | Estructura normativa del mercado de valores en Ecuador..... | 22 |
| 4.2 | COMPARATIVA DE LOS TRES CASOS DE ESTUDIO | 24 |
| 4.2.1 | Características principales de Ecuador, Colombia y Perú | 24 |
| 4.2.2 | Operaciones bursátiles de los casos de estudio..... | 25 |

CAPITULO V

| | | |
|-----------|---|-----------|
| 5. | CAUSAS DEL ESTANCAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES DE ECUADOR Y POSIBLES ALTERNATIVAS DE MEJORA | 32 |
| 5.1 | CAUSAS DEL SUBDESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES DE ECUADOR | 32 |
| 5.2 | ALTERNATIVAS DE MEJORA DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO | 34 |
| 5.2.1 | Integración regional de las bolsas de valores..... | 34 |
| 5.2.2 | Apertura a fondos de inversión extranjeros | 35 |
| 5.2.3 | Nuevos instrumentos financieros..... | 37 |
| 5.3 | COMO SE ENCUENTRA EL MERCADO AL MOMENTO (2019)..... | 38 |

CAPITULO VI

| | | |
|-----------|---|-----------|
| 6. | CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES..... | 41 |
| 6.1 | CONCLUSIONES | 41 |
| 6.2 | RECOMENDACIONES | 42 |
| | BIBLIOGRAFÍA | 44 |
| | ANEXOS | 49 |
| | Anexo 1. Capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en bolsa (USD a precios actuales en millones)..... | 50 |
| | Anexo 2. Valor efectivo operado en Renta Fija (Millones de US\$)..... | 52 |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | | |
|-----------|---|----|
| Figura 1. | Mercado de capitales | 4 |
| Figura 2. | Clasificación de los Títulos de Valores por Apalancamiento..... | 12 |
| Figura 3. | Capitalización Bursátil de Colombia, Ecuador y Perú | 27 |

ÍNDICE DE TABLAS

| | | |
|-----------|--|----|
| Tabla 1. | Clasificación de Títulos de Renta Fija..... | 8 |
| Tabla 2. | Participantes de Mercado de Valores (en unidades)..... | 19 |
| Tabla 3. | Principales competidores de la Compañía..... | 20 |
| Tabla 4. | Negociaciones bursátiles por tipo de renta (millones de dólares) | 21 |
| Tabla 5. | PIB a precio corriente vs negociaciones bursátiles (millones)..... | 22 |
| Tabla 6. | Requisitos para la inscripción y mantenimiento de Obligaciones y Papel comercial..... | 23 |
| Tabla 7. | PIB (US\$ a precios actuales) | 24 |
| Tabla 8. | Población (miles de personas) | 24 |
| Tabla 9. | Rotación Diaria Promedio (en millones de US\$) | 25 |
| Tabla 10. | Comportamiento de la capitalización bursátil de los tres casos de estudio..... | 26 |
| Tabla 11. | Regresión Lineal Simple..... | 28 |
| Tabla 12. | Valor efectivo total operado en Renta Fija (Millones de US\$) | 29 |
| Tabla 13. | La Bolsa de Valores del Ecuador..... | 31 |
| Tabla 14. | Rendimiento promedio por calificación de riesgos 2018 | 33 |
| Tabla 15. | Tipos de Cambio de Mercado (Dólar de referencia) | 36 |
| Tabla 16. | Inflación por índice de precios | 36 |

SÍNTESIS

Dentro del mercado de capitales, el mercado de valores constituye una opción altamente atractiva tanto para inversores, como para compañías que buscan mecanismos de financiación, sin embargo, el mercado de valores ecuatoriano tiene un menor desarrollo en relación con países de la región como Colombia y Perú.

Por ello esta investigación tuvo como objetivo el analizar los factores que han impedido el desarrollo del mercado de valores de Ecuador en comparación a Colombia y Perú, a fin de determinar una propuesta de mejora. El tipo de investigación que se aplicó en este estudio, fue de tipo descriptivo debido a que recopiló información bibliográfica y longitudinal porque analiza el fenómeno a través del tiempo en un comparativo.

Entre las conclusiones a las que se llegó es que la Bolsa de Valores de Quito se encuentra desarrollando una estrategia altamente potencial para el desarrollo del mercado local, y que se encuentra generando nuevos espacios para emisores de valores.

Palabras Claves: Mercado de Valores; Ecuador; Colombia; Perú.

ABSTRACT

Within the capital market, the stock market is a highly attractive option for investors as well as for companies that are looking for financing mechanisms, however, the Ecuadorian stock market has a lower development in relation to countries in the region such as Colombia and Perú.

Therefore, this research aimed to analyze the factors that have prevented the development of the Ecuadorian stock market compared to Colombia and Perú, in order to determine a proposal for improvement. The type of research that was applied in this study was descriptive because I collect bibliographic and longitudinal information because it analyzes the phenomenon over time in a comparative.

Among the conclusions reached is that the Quito Stock Exchange is developing a highly potential strategy for the development of the local market, and that it is generating new spaces for securities issuers.

Keywords: Stock Market; Ecuador; Colombia; Perú.

INTRODUCCIÓN

El mercado de valores en un país es esencial para el desarrollo financiero y su crecimiento económico, este va a depender del volumen de inversión que es producto del en el que un País está dispuesto a ahorrar y la manera en el que va a distribuir los recursos para una correcta colocación que asegure el desarrollo de las actividades productivas. Una correcta colocación de cualquiera de los instrumentos financieros que poseen la Bolsa de Valores puede influir sobre el financiamiento que recibirá el país. Por tal motivo, se debe buscar un asesoramiento de acuerdo al tipo de títulos con el que se negocie (Diario La Hora, 2012).

El financiamiento de las actividades productivas en un mercado de valores se realiza mediante la emisión y negociación de títulos. Las empresas ya sean públicas o privadas se encargan de emitirlos y estos a su vez son vendidos por las casas de valores, donde los inversionistas de acuerdo a los respectivos criterios en materia de objetivos a largo plazo, preferencia, nivel de riesgo y necesidad financiera, compran los títulos a través de un mercado bursátil primario o secundario. Las bolsas de valores cuentan con asesoría para aquellas personas que se encuentren interesadas sobre la materia de mercado bursátil en el país (Diario La Hora, 2012).

La Bolsa de Valores en el Ecuador es un agente esencial para la estabilidad de la economía local, debido que si no existiera un ente regulador como la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, las transacciones y negociaciones que se realizan no tendrían la transparencia en materia de determinación de precios y adicionalmente la respectiva supervisión sobre los reportes financieros (balance general y estado de resultado) crearía una distorsión permitiendo que las empresas grandes fijen sus precios y por consecuente se beneficien. (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2009)

El mercado de valores ecuatoriano, sin embargo, no sigue la tendencia global y sigue segmentando en dos bolsas de valores. Aun cuando se han realizado pequeños esfuerzos por una integración de las bolsas de valores, el proceso es todavía un proyecto

a largo plazo que requiere el estudio y la reforma de la ley de mercado de valores que genere un ambiente favorable para que dicha integración tenga lugar.

Los capítulos uno y tres de esta investigación, son marcos de referencia y metodológico, en donde se refiere a los objetivos; y, al método de investigación empleado, la recolección y manejo de la información; que en este caso es una investigación bibliográfica.

En el segundo capítulo se desarrolla el marco teórico en donde se analiza el mercado de capitales y el mercado de valores frente a los bancos.

En el tercer capítulo se localiza las características del mercado de valores en el Ecuador Colombia y Perú, una descripción individual y posteriormente cuadros comparativos desde el 2015 al 2018.

Siendo en el quinto capítulo en donde se presentan las causas del estancamiento del mercado de valores en el Ecuador y posibles alternativas de mejora. Además de sus respectivas conclusiones y recomendaciones,

CAPÍTULO I

1. MACO REFERENCIAL

1.1 EL PROBLEMA

El mercado de valores ecuatoriano en los últimos años no ha tenido un desarrollo significativo en relación con países como Colombia y Perú ya que la capitalización bursátil vs PIB es menor que en dichos países en el período de análisis 2016-2018 y también el número de compañías participes del mercado de valores es dos y tres veces mayor en Colombia y Perú respectivamente.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo General

Analizar los factores que han impedido el desarrollo del mercado de valores de Ecuador en comparación a Colombia y Perú a fin de determinar una propuesta de mejora de este.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Analizar el mercado de valores ecuatoriano para conocer su situación actual.
- Analizar los mercados de valores colombiano y peruano para conocer su desarrollo y compararlo con el mercado ecuatoriano.
- Identificar los posibles problemas para el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano y proponer una serie de medidas que permitan su fortalecimiento.

CAPITULO II

2. MARCO TEÓRICO

2.1 MERCADO DE CAPITALES

El funcionamiento del sistema económico de un país está conformado no solo por la producción y transformación de materia prima si no que este se ve apalancado a través de los mercados de capitales los cuales permiten a las empresas captar fondos para financiar sus necesidades en el corto, mediano y largo plazo.

El mercado de capitales es el espacio en donde confluyen la necesidad de recursos con quien presenta un exceso de estos (en presente o futuro); es decir, sea un agente económico natural o jurídico que tiene exceso de liquidez y que por tanto puede destinar estos recursos al ahorro o a la inversión y que por lo cual esperará un retorno y por otra parte se encuentran los demandantes de recursos que de igual forma pueden constituirse personas naturales o jurídicas que necesitan financiar sus actividades empresariales o personales a través de un financiamiento y que por el mismo están dispuestos a pagar con su flujo esperado de recursos un costo conocido comúnmente como tasa o rendimiento.

Como lo define Córdoba (2015). En el mercado de capitales existen dos espacios en donde confluye quien oferta con quien demanda recursos y estos son:

- Mercado bancario o intermediario
- Mercado de valores o no intermediario

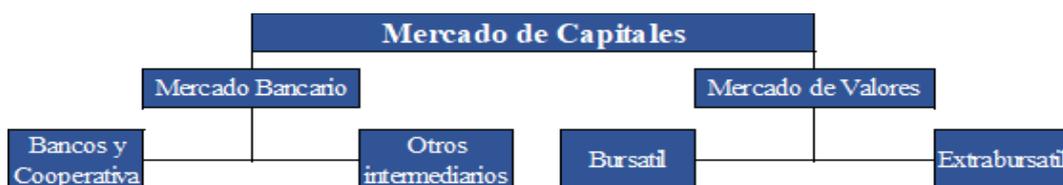


Figura 1. Mercado de capitales

Fuente: (Córdoba, 2015)

2.1.1 Mercado bancario o intermediario

De acuerdo con Baena Toro, Hoyos, & Ramírez (2016) citado por:

El mercado financiero: es el lugar en el cual se realizan las transacciones o intercambios de activos financieros y de dinero. Las instituciones del sistema financiero, al ser intermediarias, median entre las personas u organizaciones con recursos disponibles y aquellas que necesitan y solicitan esos recursos. De esta forma, cumplen con dos funciones fundamentales: la captación y la colocación (Baena Toro, Hoyos, & Ramírez, 2016)

Adicionalmente para Sanchis Palacio & Camps Torres (2002) el sistema financiero se compone de más de instrumentos que tienen como finalidad canalizar recursos de entes que generan ahorro o entes que generan gasto con superávit a entes con un déficit de recursos.

Por tanto, los instrumentos para el caso de superávit de flujos pueden ser:

- Depósitos a plazo fijo como: Certificados de depósito, pólizas de acumulación, certificados de inversión, avales entre otros.
- Depósitos sin plazo definido que comúnmente se encuentran las cuentas de ahorro y cuentas corrientes.

En el caso de los instrumentos generados para los entes deficitarios se encuentran los préstamos de cualquier variedad como préstamos de consumo, vehicular, productivo, hipotecario entre otros.

La importancia de este sistema recae en que con poca frecuencia existe una coincidencia en cuanto a las exigencias de los oferentes y demandantes de fondos en cuanto a monto, plazo, rendimiento, garantías entre otros por tanto la figura de un intermediario es necesaria para ajustar estas discrepancias con el diseño de productos específicos para cada necesidad.

EL intermediario por tanto captará fondos de inversores a un plazo y rendimiento y lo transformará en un crédito bajo otras condiciones evitando por tanto un acuerdo formal entre las partes.

2.1.2 Mercado de valores

De lo expuesto con anterioridad el mercado de valores constituye el espacio en donde los oferentes de recursos se encuentran con los demandantes de recursos sin la necesidad de un intermediario.

De acuerdo con el Libro II del Código Orgánico Monetario Y Financiero, Ley de Mercado de Valores, el mismo se define como:

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

Mercado bursátil es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, en las bolsas de valores y en el Registro Especial Bursátil (REB), realizadas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley... (Libro II. Ley de Mercado de Valores, 22 de febrero de 2006)

En concordancia con lo expuesto Córdoba (2015) agrega que el mercado es además un conjunto de entidades organizadas que facilitan el acceso de recursos de los demandantes de fondos.

2.1.2.1 Participantes del mercado de valores

Además de los oferentes y demandantes de fondos es necesario una serie de partícipes que garanticen un correcto funcionamiento del mercado, de acuerdo con la ley de mercado de valores vigente en Ecuador se puede mencionar los siguientes:

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Ejercerá las funciones de vigilancia, auditoría, intervención y control del mercado de valores con el propósito de que las actividades de este mercado se

sujeten al ordenamiento jurídico y atiendan al interés general (Libro II. Ley de Mercado de Valores, 22 de febrero de 2006).

Bolsas de Valores

Las bolsas de valores son sociedades anónimas, cuyo objeto social único es brindar los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores (Ley de Mercado de Valores, Codificación, 22 de Febrero del 2006)

Casas de valores

Es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, cuyo objeto social único es la realización de las actividades previstas en la (Ley de Mercado de Valores, Codificación, 22 de Febrero del 2006).

Depósito centralizado de valores

Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores serán las instituciones públicas o las compañías anónimas que sean autorizadas por la Superintendencia de Compañías y Valores para recibir en depósito valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, encargarse de su custodia y conservación y brindar los servicios de liquidación y registro de transferencias y, operar como cámara de compensación de valores (Ley de Mercado de Valores, Codificación, 22 de Febrero del 2006).

Calificadoras de riesgo

Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores (Ley de Mercado de Valores, Codificación, 22 de Febrero del 2006)

Auditoria Externa

Se entenderá por auditoría externa la actividad que realicen personas jurídicas, que, especializadas en esta área, den a conocer su opinión sobre la razonabilidad de los estados financieros para representar la situación financiera y los resultados de las operaciones de la entidad auditada. También estas entidades podrán expresar sus recomendaciones respecto de los procedimientos contables y del sistema de control interno que mantiene el sujeto auditado (Glosario Bursátil, 2018)

Fondos de inversión

Fondo de inversión es el patrimonio común, integrado por aportes de varios inversionistas, personas naturales o jurídicas y, las asociaciones de empleados

legalmente reconocidas, para su inversión en los valores, bienes y demás activos que esta Ley permite, correspondiendo la gestión de este a una compañía administradora de fondos y fideicomisos. Los aportes quedarán expresados, para el caso de los fondos administrados, en unidades de participación, de igual valor y características, teniendo el carácter de no negociables. En el caso de los fondos colectivos, los aportes se expresarán en cuotas, que son valores negociables (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2018).

Instrumentos del Mercado de Valores

Dentro de los mecanismos de financiamiento que ofrece el mercado de valores estos pueden clasificarse en dos tipos de títulos: de renta y fija y renta variable (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2018)

Títulos de renta fija

Son aquellos títulos que en el momento su emisión se establece un plazo y rendimiento dado y por tanto no dependen del resultado financiero de la compañía emisora ya que la misma se compromete a pagar los títulos al vencimiento de conformidad al acuerdo llegado entre las partes (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2018).

Los títulos de renta fija, los más representativos pueden clasificarse de la siguiente forma:

Tabla 1. Clasificación de Títulos de Renta Fija

| Instrumento | Plazo | Interés o Descuento | Emisor Publico/Privado |
|----------------------------------|---------------|----------------------------|-------------------------------|
| Letra de Cambio | menor a 1 año | Descuento | Privado |
| Pólizas de Acumulación | menor a 1 año | Interés | Privado |
| Certificados de Depósito | menor a 1 año | Interés | Privado |
| Certificados de Inversión | menor a 1 año | Interés | Publico/Privado |
| Certificados de Tesorería | menor a 1 año | Descuento | Publico |
| Papel Comercial | menor a 1 año | Descuento | Privado |
| Bonos de Estado | mayor a 1 año | Interés | Publico |
| Obligaciones | mayor a 1 año | Interés | Privado |
| Titularización | mayor a 1 año | Interés | Privado |
| Notas de crédito | Sin plazo | Descuento | Publico |

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Los títulos correspondientes a notas de crédito son valores emitidos por el Servicio de Rentas Internas (SRI) a favor de una persona natural o jurídica y sirven para pagar impuestos, estos no tienen un plazo definido y se negocian únicamente a base de precio es decir se rentabilizan a través de un descuento al momento de la compra.

Los títulos de renta fija tienen una calificación de riesgo que consiste en la evaluación del emisor para cumplir su obligación contraída con los tenedores de los títulos.

En la calificación existen una serie de factores para determinar la misma como son sus flujos, su nivel de apalancamiento, la calidad de gobierno corporativo, el valor de las garantías aportadas, entre otros.

Esta calificación aplica al título como tal no al emisor para el caso de las compañías del sector real ya que estará definido por la estructura aplicada en la emisión, en cuanto a los emisores del sector financiero los títulos emitidos por los mismos adquieren la calificación otorgada a la institución:

De acuerdo con el Art. 22 de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros del Libro II: Mercado de Valores se tiene que:

Categorías de calificación de valores de deuda: Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda serán las siguientes: 1. Categoría AAA: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general. 2. Categoría AA: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general. 3. Categoría A: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía. 4. Categoría B: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen capacidad para el pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, y presentan la posibilidad de deteriorarse ante

cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital. 5. Categoría C: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen un mínimo de capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrir en pérdidas de intereses y capital. 6. Categoría D: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes no tienen capacidad para el pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, y presentan posibilidad de incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital. 7. Categoría E: Corresponde a los valores cuyo emisor y garante no tienen capacidad para el pago de capital e intereses, o se encuentran en estado de suspensión de pagos o no cuentan con activos suficientes para el pago, en caso de quiebra o liquidación (Metodología de Calificación de Valores Representativos de Deuda, 2017)

Títulos de renta Variable

Son aquellos que no tienen una fecha de vencimiento definida y que el rendimiento de estos está dado por el resultado económico de la compañía emisora, a este resultado se lo conoce como dividendo.

Dado por su naturaleza el rendimiento, el retorno del capital o la recepción de los dividendos no están asegurados inclusive pudiéndose presentarse posterior al momento de la compra resultados negativos de la compañía emisora, lo cual genera una pérdida del valor de la acción.

Los títulos más comunes de este tipo corresponden a las acciones y las obligaciones corporativas convertibles en acciones.

En el caso de las acciones, además de la obligación de la compañía emisora de repartir los dividendos, si los hubiera, para el número de acciones el tenedor de estas adquiere además otra serie de derechos como el derecho a la entrega de reportes, el derecho a voto en función de su participación, entre otros.

Adicionalmente, dado que la expectativa de retorno de capital en este tipo de instrumentos es generalmente en la brecha del largo plazo, se consideran títulos con un riesgo mayor que los títulos de renta fija.

Capitalización Bursátil

Cuando una empresa emite acciones estas pueden negociarse en la bolsa en donde la oferta y demanda determina el precio de estas, por eso para (Hernández, 1999) el precio de las acciones se determina las expectativas que tiene el mercado sobre la empresa; el resultado de multiplicar el precio de una acción por el número de acciones existentes se lo conoce como capitalización bursátil, por lo cual se considera a la bolsa como el barómetro o indicador de la economía.

Lo expuesto por Benjamín Hernández no es necesariamente afirmativo para mercados en donde el número de empresas que cotizan en bolsa es limitado y por tanto el mayor número de compañías se encuentra fuera de estos indicadores, lo cual resta validez a su afirmación en este tipo de casos.

Otra utilidad de la capitalización bursátil para las empresas es que permite comparar el valor de los flujos futuros de la compañía con el valor de la capitalización bursátil para determinar si esta se encuentra subvaluado, sobrevaluado o refleja un precio acorde (Isaac, Flores, & Hernández, 2010)

Adicionalmente, se puede aplicar otro tipo de clasificación de los títulos en base a la condición por la cual apalanca la compañía emisora la emisión de dichos títulos, como se observa en la siguiente figura:

| Clasificación Títulos Valores por apalancamiento | |
|--|-------------------------------|
| Activo | Pasivo |
| Titularización | Obligaciones, Papel Comercial |
| | Patrimonio |
| | Acciones |

Figura 2. Clasificación de los Títulos de Valores por Apalancamiento

Fuente: Bolsa de Valores.

Como se puede observar, la emisión de una titularización corresponde a financiamiento por la parte del activo ya que se sustituye cuentas por cobrar a largo plazo por liquidez inmediata.

En cuanto a obligaciones y papel comercial, estas corresponden a financiamiento por parte del pasivo ya que son deudas contraídas con terceros a largo y corto plazo respectivamente.

Por la parte del patrimonio, la emisión de acciones corresponde a financiamiento en este segmento ya que el comprador de la emisión de acciones pasa a ser accionista de la compañía.

Los títulos descritos en el acápite anterior de acuerdo con el Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, Ley de Mercado de Valores, pueden adquirirse a través de los siguientes submercados parte del mercado de valores

2.1.2.2 Mercado Primario y Mercado secundario

Mercado primario, es aquel en que los compradores y el emisor participan directamente o a través de intermediarios, en la compraventa de valores de renta fija o variable y determinación de los precios ofrecidos al público por

primera vez. **Mercado secundario**, comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación; por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, los reciben sus vendedores. Tanto en el mercado primario como en el secundario, las casas de valores serán los únicos intermediarios autorizados para ofrecer al público directamente tales valores, de conformidad con las normas previstas en esta Ley y las resoluciones que expida el C.N.V. (Libro II. Ley de Mercado de Valores, 22 de febrero de 2006)

2.2 MERCADO DE VALORES VS BANCOS

De acuerdo con Córdoba (2015) las principales ventajas del mercado de valores en comparación a los bancos pueden resumirse en:

Las empresas que emiten títulos en el mercado de valores pueden acceder a plazos mayores a los que otorga normalmente la banca tradicional.

Las instituciones financieras solicitan índices de liquidez más altos de lo que normalmente solicita el mercado de valores y muchas veces requieren garantías como avales, hipotecas, certificados de depósito entre otros para el desembolso de un crédito.

En el caso de que la emisión de obligaciones requiera de una emisión de garantías por parte del emisor, en muchos de los casos estas son más flexibles de lo que requiere la banca.

La emisión de títulos valores puede estar compuesta de una diversa serie de plazos, tasa y montos en función de las necesidades del emisor, lo cual le permite diseñar de acuerdo con sus necesidades la estructuración de emisión y a su vez esto puede acomodarse de igual forma a los intereses particulares de los inversionistas.

Es así que, se pueden encontrar flujos de capital y de intereses altamente diversificados pudiéndose estos inclusive negociarse en conjunto o por separado.

También, el acceso al mercado de valores permite diversificar sus opciones de financiamiento para no atarse a sus líneas de crédito bancarias.

Además de lo expuesto y de acuerdo con las empresas que son participes del mercado de valores ganan una buena imagen ya que el público identifica a las empresas participes como empresas sólidas, reconocidas y grandes, por lo que este beneficio puede ser positivo tanto para los clientes de la compañía como para sus proveedores e inclusive con los bancos.

En cuanto a las desventajas para (Salinas Rivas, 2011) se puede mencionar las siguientes:

Al emitir acciones ordinarias, que comúnmente corresponden a las negociadas en el mercado de valores, los compradores de estas adquieren el derecho a votar en las juntas de accionistas lo cual preocupa en gran medida a los dueños o a los administradores de las compañías ya que perciben la pérdida de control en las decisiones de la compañía.

Al ser las compañías participes del mercado de valores estas deben presentar información financiera y relevante con mayor periodicidad, algunos administradores consideran que esta presentación de información genera una carga operativa para la compañía además de limitar su capacidad de gestión.

Además, esta presentación de información periódica obliga a las empresas a mantener un manejo claro y ordenado de sus estados financieros lo cual lo consideran como un costo operativo adicional para mantener este estándar de manejo de la información.

También el mercado de valores exige que las compañías tengan buenas prácticas de gobierno corporativo en sus estructuras administrativas que entre otras cosas implica la separación de los miembros administradores de los accionistas de la compañía, algo que muchas compañías, sobre todo las de administración tradicionalmente familiar, rehúyen a aceptar.

Asimismo, los gastos que se incurre en la emisión de una oferta de títulos valores normalmente son elevadas ya que se debe desembolsar recursos para el estructurador financiero, calificador de riesgos, Bolsa de Valores, representantes de obligacionistas, entre otros.

CAPITULO III

3. MARCO METODOLÓGICO

3.1 TIPO DE INVESTIGACIÓN

El tipo de investigación que se aplicó en este estudio, fue de tipo descriptivo, debido a que presentó la información de los mercados de valores de Ecuador, de Perú y de Colombia. Para efectos del mismo se realizó un levantamiento de datos cuantitativo con el objetivo de analizar el impacto causado sobre el objeto de estudio, en donde de manera independiente se especificaron los cálculos más importantes de los fenómenos que fueron sometidos a análisis.

Por lo que se utilizó el método analítico sintético para obtener los datos de cada Bolsa de Valores de cada país y sintetizarlo posteriormente en cuadros comparativos.

Adicionalmente se desarrolló un estudio longitudinal ya que fue necesario conocer las razones del por qué el mercado bursátil funciona en cada país de estudio en la región, durante periodos de tiempo determinados.

3.2 POBLACIÓN Y MUESTRA

Si se considera que la población es todos los datos que se han producido en un tiempo determinado al que la investigación analiza, en este caso son todos los datos de carácter público, investigaciones y otro tipo de producciones sobre mercados de valores tanto de Ecuador, como de Perú y de Colombia, que oficialmente se encontró en las Bolsas de Valores.

La muestra es similar a la población o universo, que en este caso se utilizó toda aquella segmentación de la información bibliográfica localizada sobre el tema determinado.

3.3 FUENTES DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN

Para el desarrollo de la investigación se utilizará las siguientes fuentes:

Fuentes primarias de información:

- Información producida por las Bolsas de Valores de Ecuador, Colombia y Perú;
- Documentos y Publicaciones de las Casas de Valores;
- Información de Organismos Internacionales como la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores, en donde se registran los movimientos de títulos valores;
- Las publicaciones existentes en libros, revistas y páginas web. Especializadas;
- La Superintendencia de Compañías del Ecuador

3.4 TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN

Se utilizará métodos cuantitativos, técnicas de matemática general y financiera. Se trabaja con datos generales produciendo totales y en algunos casos promedios, a fin de determinar las incidencias de los fenómenos tanto legales como económicos de los respectivos mercados, la información de los partícipes del mercado de valores en los tres casos; se genera con periodicidad diaria y la misma es de acceso público.

CAPITULO IV

4. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE VALORES DE ECUADOR, COLOMBIA Y PERÚ

En la actualidad, dentro del mercado de capitales, el mercado de valores se constituye una opción altamente atractiva tanto para inversores como para compañías que buscan mecanismos de financiación, sin embargo, el mercado de valores ecuatoriano ha tenido un menor desarrollo en relación con países de la región como Colombia y Perú, en los cuales se ha evidenciado un crecimiento mayor tanto en la oferta pública de títulos de renta fija como renta variable.

Bajo este contexto, han existido ámbitos que han permitido el desarrollo del mercado de Colombia y Perú, los cuales es posible implementarlos en el mercado nacional y que de ser implementados generarán una fuente de financiamiento alternativa a la banca para las empresas en el Ecuador

4.1 MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

4.1.1 Descripción del Mercado de Valores ecuatoriano

Desde el año 2015 al año 2018 el número de emisores inscritos en el mercado de valores ecuatoriano han presentado una reducción promedio anual de 7,17% pasando de 455 emisores inscritos en el año 2015 a 364 al año 2018 (véase tabla No 2)

De igual forma el número de casas de valores incitas se vio reducido alrededor de un 7,34% promedio anual, esta reducción puede explicarse por el cambio normativo en la ley de mercado de valores del año 2014 que en sus reformas estableció el aumento de capital social para las compañías registradas bajo esta actividad económica.

También es importante señalar que el resto de los participantes del mercado de valores se ha mantenido constante en el período señalado destacando el incremento de marginal de los fondos y administradoras de fondos de inversión en el mercado nacional además la particularidad de mantener dos bolsas de valores en Quito y Guayaquil.

Se debe remarcar además que a pesar de la reducción del número de emisores inscritos en el Catastro Publico de Mercado de Valores contrasta con el incremento en el número de estructuradores del año 2017 a 2018 teniendo una variación anual de 19,23% identificando que hay interés por parte de este tipo de compañías en el mercado, pero este no se ve apalancado por un incremento en el número de emisores que ingresen al mercado de valores.

Tabla 2. Participantes de Mercado de Valores (en unidades)

| Ente | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|
| Bolsa de Valores de Guayaquil | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Casas de Valores | 35 | 35 | 37 | 44 |
| Operadores de Valores | 117 | 121 | 113 | 113 |
| Administradoras de fondos | 25 | 25 | 25 | 26 |
| Fondos de Inversión | 25 | 23 | 22 | 20 |
| Calificadoras | 7 | 7 | 7 | 7 |
| Auditoras | 73 | 71 | 71 | 71 |
| Estructuradores | 31 | 26 | 32 | 39 |
| Depósito de Valores | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Emisores | 364 | 369 | 381 | 455 |

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

En cuanto al total de negociaciones bursátiles tanto en el mercado primario como en el secundario al año 2017 tuvieron una composición de 63% por parte del sector público mientras que el 37% correspondió al sector privado (véase tabla No. 3).

Esta composición es relativamente constante para los años 2015 y 2016 ya su participación fue de 67% y 69 % respectivamente para el sector público.

Para el año 2018 la composición de las negociaciones bursátiles cambia ya que la participación del sector público se reduce hasta llegar al 49% mientras que la composición del sector privado aumentó hasta el 51%.

Este efecto se da debido a que para el año 2018 se redujo la emisión de bonos en el mercado local en alrededor de 47% teniendo el año 2017 267 millones de dólares mientras que el año 2018 en monto emitido fue de 140 millones de dólares además de que salieron del mercado en este año los Títulos del Banco Central (TBC) que en el año 2017 se utilizaron para pagar a proveedores del estado.

En cuanto al incremento de la participación del sector privado esta se ve sostenida por un incremento en la negociación de títulos del sector financiero como lo son los certificados de depósito e inversión que para el año 2018 se vieron sus montos incrementados en alrededor de 97% pasando de 797 millones de dólares en el 2017 a 1571 millones de dólares en el año 2018 esto empujado por la buena salud del sector financiero presentada en este año.

Con esta información es altamente visible la participación del sector público en el mercado de valores nacional, impulsado principalmente por la emisión de Certificado de Tesorería a Descuento emitidos por el Ministerio de Finanzas y que su adquisición para el sistema financiero nacional es de carácter normativo.

Tabla 3. Principales competidores de la Compañía

| Negociaciones Bursátiles por sector (millones de dólares) | | | | |
|--|-----------|---------------|-------------|-----------------|
| AÑO | SP | SPRIV. | % SP | % SPRIV. |
| 2018 | 3.199,57 | 4.247,92 | 43% | 37% |
| 2017 | 4.047,55 | 2.367,85 | 63% | 37% |
| 2016 | 5.761,82 | 2.575,93 | 69% | 31% |
| 2015 | 3.375,10 | 1.671,68 | 67% | 33% |

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

En cuanto a la composición de las negociaciones bursátiles, la participación de los títulos de renta variable es poco significativa en comparación al total de negociaciones ya que estas alcanzaron su punto máximo en el año 2015 al valor de 1.5% en el año 2015 y reduciéndose en el año 2017 hasta su valor mínimo de 0.8% teniendo una ligera recuperación para el año 2018 esto mostrando por tanto el poco desarrollado que tiene los títulos de renta variable en Ecuador (véase tabla No. 4)

Se debe señalar además el incremento de las negociaciones de títulos de renta fija negociados en el año 2016 que creció en comparación al año anterior en un 39.6% pero que el mismo se ve nuevamente reducido para el año 2017 en 29.4% lo que nos habla de un año particular en el mercado y mas no una tendencia elevada de auge sin embargo considerando el crecimiento del mercado del año 2015 a 2017 los títulos de renta fija crecieron alrededor de un 13.2% promedio anua mientras que en el año 2018 el valor de los títulos de renta fija es relativamente similar a lo visto en el año anterior.

Tabla 4. Negociaciones bursátiles por tipo de renta (millones de dólares)

| Año | RF | RV | Total | % RV | % RF |
|------|----------|-------|----------|------|-------|
| 2018 | 6.398,50 | 64,68 | 6.463,18 | 1,0% | 99,0% |
| 2017 | 6.366,55 | 48,85 | 6.415,40 | 0,8% | 99,2% |
| 2016 | 8.240,02 | 96,73 | 8.336,75 | 1,2% | 98,8% |
| 2015 | 4.969,26 | 77,52 | 5.046,78 | 1,5% | 98,5% |

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

En cuanto a las negociaciones bursátiles realizadas en comparación al PIB estas ascienden a un 6.43% en promedio para los años 2015-2018 de las cuales la mayor parte del componente corresponde a los títulos de renta fija mientras que los títulos de renta variable representan en promedio 0.28% en comparación al PIB (véase tabla No 5)

Tabla 5. PIB a precio corriente vs negociaciones bursátiles (millones)

| Año | PIB | Total | RF | RV | % Total | % RF | %RV |
|-------------|------------|--------------|-----------|-----------|----------------|-------------|------------|
| 2018 | 108.398,06 | 6463,18 | 6398,5 | 64,68 | 5,96% | 5,90% | 0,06% |
| 2017 | 103.056,62 | 6.415,40 | 6.366,55 | 48,85 | 6,23% | 6,18% | 0,05% |
| 2016 | 98.613,97 | 8.336,75 | 8.240,02 | 96,73 | 8,45% | 8,36% | 0,10% |
| 2015 | 99.290,38 | 5.046,78 | 4.969,26 | 77,52 | 5,08% | 5,00% | 0,08% |

Fuente: Banco Mundial y Superintendencia de Compañías Valores y Seguros

4.1.2 Estructura normativa del mercado de valores en Ecuador

En el año 1993 se expide la primer Ley de Mercado de Valores en el Ecuador, dicha ley contenía como principales acápite la creación de las administradoras de fondos, el cambio razón social a sociedades sin fines de lucro para las bolsas de valores del país que hasta la fecha se encontraban fungiendo como sociedades anónimas además de la creación de los depósitos centralizados de valores.

En julio de 1998, se expide una nueva Ley de Mercado de Valores derogando a la ley de 1993. Según la nueva ley de 1998, la institución principal, encargada de establecer la política general del mercado de valores y la regulación de su actividad es el Consejo Nacional de Valores, regida bajo la presidencia del Superintendente de compañías, y conformado por cuatro miembros del sector público y tres del sector privado.

Para el año 2014 se aprueba a Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil la cual en sus puntos más estables contempla beneficios para las pequeñas y medianas empresas (PYMES) bajo el Registro Especial Bursátil (REB) bajo el principio de generar un espacio de negociación para que este segmento se apalanque con menos requisitos para pertenecer al mercado y así aumentar el número de emisores de este.

También se aplicó el cambio de las bolsas de valores a Sociedades anónimas conforme a la normativa del año 1993 y se constituye la figura de la Banca de Inversión,

en la cual las casas de valores que califiquen bajo esta figura podrán ofrecer el servicio de buscar inversión y financiamiento al mercado.

Adicionalmente se generó incentivos tributarios dentro de este cuerpo legal para el mercado de valores entre los cuales los más relevantes constituyen la eliminación del impuesto al valor agregado (IVA) por los costos generados por transacciones en bolsa, se suprime el pago del Impuesto a la Renta (IR) por ganancias que se generen por el valor capital en inversiones acciones además de un aliciente adicional del 50% de valor deducible para costos incurridos para emitir títulos valores en el mercado.

A la fecha, dentro de los requisitos previstos en la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores existe una serie de requisitos tanto para la inscripción como para el mantenimiento de títulos valores.

En este sentido se mencionará los más relevantes dentro del ámbito financiero y lo relativo a la presentación de información a continuación:

Tabla 6. Requisitos para la inscripción y mantenimiento de Obligaciones y Papel comercial

| | |
|-----------------------------------|--|
| Requisitos Financieros | Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1) |
| | Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), activos reales: aquellos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. |
| | Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación |
| | Relación de los activos libres de gravamen: 80% de activos libres de gravamen monto máximo a emitir |
| Información Continua | Estados Financieros Semestrales |
| | Estados Financieros Anuales Auditados |
| | Nómina de socios o accionistas hasta llegar a la última persona natural |
| | Calificación de riesgo semestral |
| | Informe de administración y comisario |

Fuente: Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores

4.2 COMPARATIVA DE LOS TRES CASOS DE ESTUDIO

4.2.1 Características principales de Ecuador, Colombia y Perú

Para poder entender y diferenciar el desarrollo de los mercados de valores de los tres casos de estudio es importante entender que los tres corresponden a tamaños de economías diferentes y este factor debe considerarse y ponderarse en los análisis posteriores.

Tabla 7. PIB (US\$ a precios actuales)

| Año | Ecuador | Colombia | Perú |
|------|------------|------------|------------|
| 2018 | 108.398,06 | 330.227,87 | 222.237,57 |
| 2017 | 104.295,86 | 311.789,87 | 210.702,30 |
| 2016 | 99.937,70 | 282.825,01 | 191.907,50 |
| 2015 | 99.290,38 | 293.481,75 | 189.759,14 |

Fuente: Banco Mundial

Como se puede observar en la tabla No. 6 en términos porcentuales promedio a nivel de producción final anual la economía de Colombia produce 66% más que el caso ecuatoriano mientras que a la economía peruana produce alrededor de un 49% más que el caso ecuatoriano.

Estos valores adquieren coherencia al constatar la diferencia poblacional que existe en los tres casos de estudio como se puede observar en la tabla No. 7.

Tabla 8. Población (miles de personas)

| Año | Ecuador | Colombia | Perú | Variación Ecuador/ Colombia | Variación Ecuador/ Perú |
|------|----------|----------|----------|--------------------------------|----------------------------|
| 2018 | 17084,36 | 49648,68 | 31989,26 | 65,59% | 46,59% |
| 2017 | 16785,36 | 48901,07 | 31444,3 | 65,67% | 46,62% |
| 2016 | 16491,12 | 48171,39 | 30926,03 | 65,77% | 46,68% |
| 2015 | 16212,02 | 47520,67 | 30470,73 | 65,88% | 46,79% |

Fuente: Banco Mundial

Como se puede observar estos porcentajes son próximos a la diferencia del PIB promedio en el período de estado.

Es importante señalar además que a niveles per capital los valores para los tres casos son de alrededor de USD. 6.000, destacando Perú en el año 2017 que asciende alrededor de los USD 6.700,00

4.2.2 Operaciones bursátiles de los casos de estudio

Como se pudo observar en el acápite anterior, el tamaño de las economías de Colombia y Perú es diferente al caso de Ecuador por lo que los valores presentados en el presente acápite no pueden ser comparables directamente; sin embargo, entendiendo las diferentes proporciones de las económicas es posible realizar un análisis de estos.

En la tabla No, 8 se puede observar la rotación diaria promedio, este indicador se compone por el monto total operado en acciones sobre el número de días operativos de las bolsas, siendo así que el monto total promedio negociado de Ecuador en comparación con Perú y Colombia no corresponde a un valor significativo de transacciones, evidenciándose el poco desarrollo del mercado accionario en el Ecuador.

Tabla 9. Rotación Diaria Promedio (en millones de U\$S)

| País | 2018 | 2017 | 2016 |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|
| Colombia | 61,59 | 57,57 | 56,59 |
| Perú | 17,62 | 27,77 | 12,27 |
| Ecuador | 0,27 | 0,17 | 0,38 |

Fuente: Instituto Iberoamericano de Bolsas

Esta característica se la puede observar también en la capitalización bursátil, indicador que mide el valor monetario de una empresa que cotiza en el mercado de valores.

Dicho valor es el resultante de multiplicar el valor total accionario por su respectivo precio de mercado.

En la tabla No. 9 se puede observar el comportamiento de la capitalización bursátil de los tres casos de estudio.

Tabla 10. Comportamiento de la capitalización bursátil de los tres casos de estudio

| País | 2016 (total) | 2017 (total) | 2018 (total) |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| Colombia | 103.725,56 | 121.944,66 | 104.508,62 |
| Ecuador | 6.076,89 | 6.838,00 | 8.286,00 |
| Perú | 67.189,03 | 162.812,08 | 142.490,12 |

Fuente: Instituto Iberoamericano de Bolsas

Como se mencionó anteriormente, dado los diferentes tamaños de las economías de los países estudiados no se puede comparar de primera mano estos indicadores, para lo cual se utiliza el indicador Capitalización Bursátil (CB) sobre PIB para poder comparar este indicador con base en la producción de casa país.

Como se puede observar en la figura No. 3 la composición de la CB/PIB es muy alta para Perú y Colombia, en comparación al caso de Ecuador, con este resultado se visibiliza el poco desarrollo del mercado de renta variable en Ecuador.

Se debe tener en cuenta que este indicador solo considera los títulos de renta variable negociados en el mercado de valores y por tanto no refleja las negociaciones de acciones realizadas en privado u mecanismos de traspaso realizados entre mutuos acuerdos de compañías sin recurrir a bolsa.

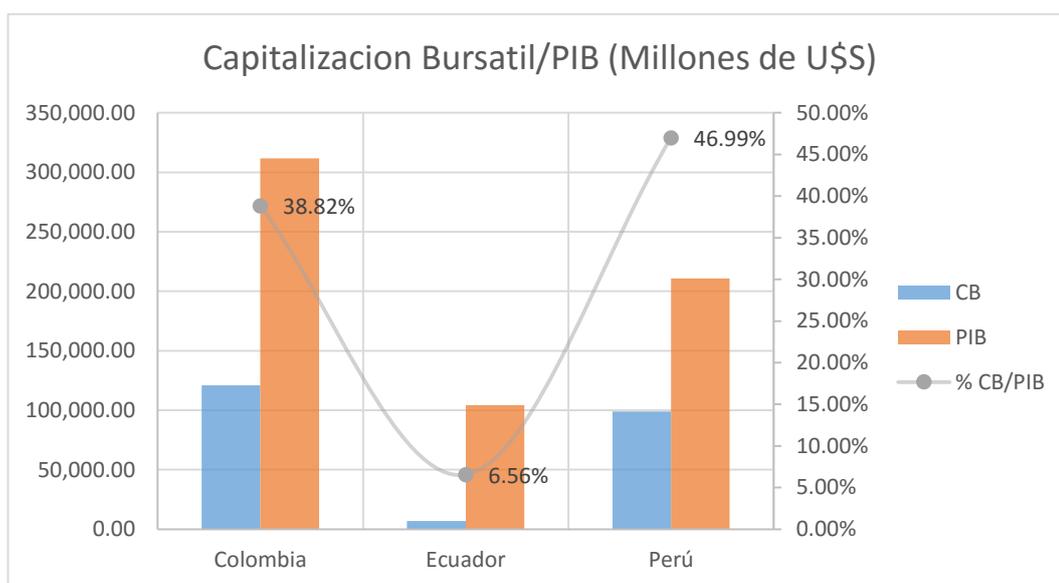


Figura 3. Capitalización Bursátil de Colombia, Ecuador y Perú
Fuente: Instituto Iberoamericano de Bolsas

Es importante además mencionar que en los países que cuentan con un mercado de valores más desarrollado mantienen un indicador CB/PIB superior al 100%, encontrándose países como China, Japón, Alemania, Estados Unidos entre otros destacando de la región el caso de Chile que mantiene un coeficiente por arriba de los 100 puntos porcentuales para el año 2017, esto según datos proporcionados por el Banco Mundial (Capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en bolsa (% del PIB), 2019).

Adicionalmente se debe resaltar que la capitalización bursátil está íntimamente asociada al desempeño del PIB denotando la importancia de este indicador, siendo así que realizando un modelo de regresión lineal de Capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en bolsa (USD a precios actuales) en función de PIB (US\$ a precios actuales) para algunos países de la región (véase apéndice No. 1) se obtiene los siguientes resultados:

Tabla 11. Regresión Lineal Simple

| Estadístico | Argentina | Chile | México | Panamá | Perú | Colombia |
|-----------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|----------|
| No. Observación | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 | 14 |
| Coefficiente de correlación | 60,47% | 86,01% | 88,43% | 96,9% | 87,42% | 72,34% |
| Valor crítico de F | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Fuente: Banco Mundial

Para el colectivo de autores de Econometría la regresión puede considerarse como:

El análisis de regresión está relacionado con el estudio de la dependencia de una variable, la variable dependiente, de una o más variables adicionales, las variables explicativas con la perspectiva de estimar y/o predecir el valor (poblacional) medio o promedio de la primera en términos de valores conocidos o fijos (en muestreos repetidos) de las segundas (Colectivo, de autores. Econometría, 2009)

En base a esta definición y en los resultados obtenidos se puede afirmar que la capitalización bursátil tiene una alta asociación en el desempeño del PIB ya que, salvo el caso argentino, los valores obtenidos se ubican por arriba de un 70% es decir que alrededor del 70% de las observaciones de la capitalización bursátil explican una variación del PIB en términos lineales.

En cuanto a los Títulos de renta fija negociados en el mercado en la tabla No. 12 se puede observar que el mercado colombiano negocia una cantidad significativamente mayor que los de Perú y Ecuador, manejando en promedio un 99% más.

En cuanto a la composición por sector es destacable además que en el caso colombiano alrededor del 87% de títulos de renta fija corresponden a títulos del sector público mientras que para Perú y Ecuador corresponden a 7% y 44%, destacando que en el mercado peruano no existe mayor transaccionalidad en lo que se refiere a títulos de renta fija del sector Público.

Tabla 12. Valor efectivo total operado en Renta Fija (Millones de US\$)

| País | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | |
|-----------------|------------|----------------|----------------|------------|----------------|----------------|------------|----------------|----------------|
| | Total | Sector Público | Sector Privado | Total | Sector Público | Sector Privado | Total | Sector Público | Sector Privado |
| Colombia | 414.580,51 | 352.992,71 | 61.587,80 | 310.744,24 | 271.211,57 | 39.532,67 | 330.463,06 | 287.188,36 | 43.274,71 |
| Ecuador | 920,07 | 450,72 | 469,35 | 1.168,24 | 520,90 | 647,34 | 1.083,33 | 309,01 | 774,32 |
| Perú | 398,75 | 54,90 | 343,85 | 459,76 | 32,98 | 426,78 | 483,27 | 83,11 | 400,16 |

Fuente: Instituto Iberoamericano de Bolsas

Analizando de forma aislada el sector real de la economía participante del mercado (apéndice 2) de valores es destacable mencionar que en Colombia se encuentra significativamente arriba en la transacción de este tipo de instrumentos financieros, ya que en comparación a Perú y Ecuador estos solo negocian alrededor de 1.3%.

Adicionalmente comparando los valores negociados con el PIB se obtiene que Colombia consta de un coeficiente de 13.10%, Ecuador 0.71% y Perú 0.18%.

Este fenómeno denota que el mercado colombiano se encuentra plenamente desarrollado en títulos de renta fija y variable y en el caso peruano el mercado de renta variable se encuentra desarrollado en gran medida ocupando su Capitalización Bursátil sobre PIB el valor más alto de los tres casos de estudio.

Mientras que para Ecuador podemos observar que tanto en el mercado de renta fija como variable tiene un desarrollo muy limitado en comparación a Colombia y Perú.

La tabla No. 12 muestra el valor negociado en millones de dólares, sin embargo, para entender el dinamismo del mercado es importante conocer el número de transacciones realizadas ya que pueden existir en el periodo de análisis emisiones de títulos de renta fija de montos altos que pueden esconder la transaccionalidad del año.

En la tabla No. 13 se puede observar que la transaccionalidad de operaciones cerradas en bolsa en comparación a los montos negociados tiene coherencia destacando el caso peruano en el sector privado en donde a pesar de negociar un monto global menor que Ecuador este presenta mayor transaccionalidad lo que muestra que Perú cuenta con un mercado mayormente dinámico que Ecuador.

Tabla 13. La Bolsa de Valores del Ecuador

| Año | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | |
|-----------------|--------------|-----------------------|-----------------------|--------------|-----------------------|-----------------------|--------------|-----------------------|-----------------------|
| País | TOTAL | Sector Público | Sector Privado | TOTAL | Sector Público | Sector Privado | TOTAL | Sector Público | Sector Privado |
| Colombia | 453,82 | 329,13 | 124,69 | 326,94 | 243,56 | 83,38 | 278,18 | 197,81 | 80,37 |
| Ecuador | 4,46 | 2,49 | 1,97 | 5,69 | 3,55 | 2,14 | 4,72 | 2,02 | 2,70 |
| Perú | 2,30 | 0,11 | 2,19 | 2,12 | 0,13 | 1,99 | 2,13 | 0,06 | 2,07 |

Fuente: Instituto Iberoamericano de Bolsas

CAPITULO V

5. CAUSAS DEL ESTANCAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES DE ECUADOR Y POSIBLES ALTERNATIVAS DE MEJORA.

5.1 CAUSAS DEL SUBDESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES DE ECUADOR

De acuerdo con lo analizado en el capítulo anterior el mercado de valores ecuatoriano no presenta un desarrollo significativo en comparación a los otros mercados de estudio a pesar de que esta alternativa de financiamiento presenta un menor costo en contraste con la banca tradicional.

Este mercado es fundamental para el desarrollo de los países ya que el acceso a financiamiento en plazos y flujos de acuerdo con la estructura financiera de las compañías partícipes genera una ventaja competitiva que se debe impulsar.

Para poder dinamizar el mercado de valores ecuatoriano resulta necesario superar sus problemas estructurales que de acuerdo con la información vista en los capítulos anteriores se puede mencionar que:

Dado el poco desarrollo que tiene el mercado de valores ecuatoriano genera ineficiencia el mantener dos Bolsas de Valores en el país, la de Quito y Guayaquil, ya que las negociaciones no se pueden realizar en un solo mercado además los ofertantes deben acudir a cada bolsa según su necesidad generando problemas de localización para los potenciales compradores, adicionalmente la baja transaccionalidad que existe en el mercado hace que no amerite mantener dos bolsas ya que representa costos operativos innecesarios, mencionando además que la tendencia mundial es la unificación de las instituciones de este tipo.

Existe un número muy limitado de emisores en el mercado de valores, y las emisiones que se generan en el mercado son generalmente de emisores tradicionales del mercado.

Al no existir un número considerable de ofertantes de títulos valores en el mercado se genera escepticismo en de las compañías que quieren invertir sus excedentes de liquidez en el mercado, ya que dada la reducida participación estos títulos no se pueden considerar altamente líquidos.

Adicionalmente la estructura de la empresa ecuatoriana es tradicionalmente de componente familiar, es decir, mantienen su capital accionario y no incursionan a buscar financiamiento en instrumentos de renta variable.

En el país no existe una cultura de riesgos, elemento que se puede evidenciar en el rendimiento promedio por calificación de riesgo de la información obtenida del vector de precios de la bolsa de valores de Quito.

Tabla 14. Rendimiento promedio por calificación de riesgos 2018

| | Calificación | Rendimiento | |
|--|---------------------|--------------------|--|
| | A | 6% | |
| | A+ | 8% | |
| | AA | 8% | |
| | AA- | 7% | |
| | AA+ | 8% | |
| | AAA | 8% | |
| | AAA- | 8% | |
| | B | 9% | |
| | D | 8% | |

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Como lo visto en la tabla No. 14 no hay una diferencia en el rendimiento promedio marcado en el vector de precios ya que una calificación de riesgo mayor representa mayor solvencia de la emisión y menor riesgo de que el emisor entre en un incumplimiento de

pagos, si la calificación es menor significa que la emisión tiene más probabilidad de incumplimiento por parte del emisor.

En este sentido lo que se espera del mercado es que a mayor riesgo mayor rendimiento, pero como se observa no se cumple esta característica ya que el rendimiento promedio en base a la calificación de riesgo del mercado es relativamente similar.

Un mercado con una cultura de riesgos demandaría diferentes rendimientos en función de la calificación otorgada a la emisión y a su vez estos podrían resultar ser atractivos para un espectro más alto de potenciales compradores.

Este efecto se genera por el mercado no compra títulos valores en función de su calificación de riesgos si no por la reputación que la emisión pueda tener en el mercado.

El poco desarrollo tecnológico de las bolsas de valores contribuye a la precarización del mercado de valores; mencionando como ejemplo que la bolsa de valores no recoge en el vector de precios, los precios de mercado de los títulos de corto plazo como papel comercial, notas de crédito entre otros limitante por tanto el mercado secundario.

El mercado de valores ecuatoriano no se encuentra conectado a los mercados de valores internacionales siendo este una fuente de financiación altamente potencial para el mercado nacional e internacional.

5.2 ALTERNATIVAS DE MEJORA DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

5.2.1 Integración regional de las bolsas de valores

Como referente en la región de integración bursátil se desarrolló en año 2011 el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) conformado por las bolsas de Perú, Chile y Colombia y posteriormente en el año 2014 se incorporó la bolsa de valores de México; dicha integración nace con el objetivo de negociar títulos de renta variable.

Ecuador ha iniciado los procedimientos para incorporarse a la Alianza del Pacífico de la cual es parte el MILA lo que podrá abrir la puerta para el ingreso a esta organización.

Si bien es cierto Ecuador constituiría el mercado de valores menos desarrollados de los miembros partícipes, esto permitirá el desarrollo interno del mercado de valores en su conjunto ya que se contará con un mayor número de inversores registrados además de asumir las mejores prácticas de estos mercados sin mencionar con el impulso de las transacciones en el mercado secundario

5.2.2 Apertura a fondos de inversión extranjeros

Los fondos de inversión son tradicionalmente entidades que invierten directamente en el mercado de valores y de los cuales se espera un rendimiento, de acuerdo al equipo editorial de reportedigital.com los 25 mejores fondos de inversión de Colombia generan un rendimiento de entre 5.44% y 6,35% promedio anual fuente a otros según el (Fondos de inversión: una alternativa de rentabilidad para las personas y las empresas, 2019).

Mientras que para Rankia.mx existen fondos de inversión en México que generan rendimientos que se encuentran en un rango de 8.00% a 10.00% (Mejores fondos de inversión para 2019, 2018).

Para los fondos de inversión extranjeros el mercado de valores ecuatoriano resultaría ser muy atractivo ya que los rendimientos de Ecuador se ubican en el rango promedio anual de 8.25% como se pudo observar en la tabla No. 14 que recoge el rendimiento promedio de los títulos valores de largo plazo publicado por la Bolsa de Valores de Quito.

Considerando que el rendimiento es superior a muchos mercados de la región, se debe tomar en cuenta también que la devaluación de las monedas de la región en comparación del dólar estadounidense genera una ventaja comparativa para el mercado de valores ecuatoriano.

En la tabla No. 15 se puede observar el tipo de cambio al cierre de cada año en donde se observa que para los mercados de sur América sus divisas han perdido en promedio anualmente un 4% de valor en comparación al dólar mientras que el peso mexicano ha recuperado un 6% de su valor contra el dólar.

Tabla 15. Tipos de Cambio de Mercado (Dólar de referencia)

| Fecha | PESO COLOMBIANO | SOLES PERUANOS | PESO CHILENO | PESO MEXICANO |
|------------|--------------------|-------------------|-----------------|------------------|
| 31/12/2015 | 3.170,23 | 3,4111 | 707,85 | 17,25 |
| 31/12/2016 | 3.000,25 | 3,3465 | 670 | 20,6 |
| 31/12/2017 | 2.984,77 | 3,2361 | 614,95 | 19,62 |
| 31/12/2018 | 3.250,00 | 3,372 | 639,1 | 19,69 |

Fuente: Banco Central del Ecuador

Además, Ecuador presenta una inflación más estable en comparación a otros mercados de la región lo que genera una ventaja competitiva para el mercado local ya que genera mayor estabilidad a largo plazo para los inversionistas siendo así que la inflación promedio de Ecuador es la menor de acuerdo con lo expuesto en la tabla No. 16.

Tabla 16. Inflación por índice de precios

| Fecha | Colombia | Perú | Chile | México | Ecuador |
|------------|----------|------|-------|--------|---------|
| 31/12/2015 | 5,00 | 3,50 | 4,30 | 2,70 | 4,00 |
| 31/12/2016 | 7,50 | 3,60 | 3,80 | 2,80 | 1,70 |
| 31/12/2017 | 4,30 | 2,80 | 2,20 | 6,00 | 0,40 |
| 31/12/2018 | 3,20 | 1,30 | 2,40 | 4,90 | -0,20 |

Fuente: Banco Mundial

Para impulsar esta medida es necesario contar con una normativa que permita la apertura a este tipo de fondos además de contar con un esquema impositivo que no sea restrictivo para los inversionistas del exterior concretamente el impuesto a la salida de divisas (ISD).

Por otra parte, se debe de contar con un depósito de compensación y liquidación suficientemente preparado para garantizar la custodia de los títulos valores y sus posteriores pagos en el exterior, figura que es ampliamente manejada en otros mercados.

5.2.3 Nuevos instrumentos financieros

Bonos verdes

Los bonos verdes constituyen instrumentos de deuda que pueden emitir las sociedades en su conjunto con la particularidad de que estos deben estar destinados a proyectos de sustentabilidad ambiental y remediación del cambio climático.

Los mismos deben ser calificados como verdes para poderse negociar en los mercados internacionales bajo esa figura.

Bajo este mecanismo se puede atraer a inversores del exterior que se encuentren interesados en invertir en proyectos de remediación ambiental siendo un claro ejemplo de ello el banco mundial, además que en Ecuador se cuenta con normativa que los exime del pago de impuesto a la renta y gozan con exoneración al impuesto de la salida de divisas cuando la inversión cuenta con un plazo mayor a un año.

Es importante comentar además que existen una serie de fondos de inversión del exterior que se encuentran altamente interesados en este tipo de inversiones generando una gran oportunidad para el mercado de valores ecuatoriano y un acercamiento mayor al mercado de valores internacional.

Facturas comerciales

De acuerdo con la bolsa de valores de Quito este tipo de instrumentos se encuentra en auge en el mercado local ya que son instrumentos que no requieren calificación de riesgo y basta con su inscripción en el catastro público de mercado de valores.

Estos títulos tienen la característica de ser títulos de renta fija con tasa cero y se aplica un descuento al momento de la compra siendo una gran oportunidad para las compañías beneficiarias en cuanto pueden transformar estos instrumentos en liquidez inmediata además de generar un primer acercamiento para las empresas que no conocen el mercado de valores y pueden tener una primera experiencia en el mismo.

También se está considerando a la fecha implantar metodologías que permitan calificar a un emisor que comercialice facturas comerciales para incentivar la negociación de este tipo de instrumentos (Las Facturas Comerciales Negociables: Un Producto de Rápido Desarrollo, 2019).

5.3 COMO SE ENCUENTRA EL MERCADO AL MOMENTO (2019)

Como se mencionó en el capítulo 2, las Bolsas de Valores del país habían actuado desde el año 1993 como corporaciones civiles sin fines de lucro sin embargo mediante La Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del sector Societario y Bursátil publicada en el registro oficial No 249 de fecha 20 de mayo de 2014 se estableció el cambio de la figura legal pasando a convertirse en sociedades anónimas en un plazo no mayor a 180 días a partir de su publicación.

Sin embargo, existieron una serie de complicaciones que no permitieron que se aplique este cambio en el plazo previsto por la norma, dando como resultado que el perfeccionamiento del cambio es del 03 de octubre del año 2017.

A partir de esa fecha las Bolsas de Valores empezaron a actuar como sociedades anónimas contando con la participación del capital social requerido y aportado por las casas de valores autorizadas en su momento.

Ante este cambio, que generó un impacto tributario para las Bolsas ya que se convertían en sociedades sujetas de renta, la Bolsa de Valores de Quito emprendió una modificación en su funcionamiento.

Como bases de su cambio se encuentran el generar nuevos ingresos, generar una nueva cultura bursátil en el país, fomentar la incorporación de nuevos participantes en el mercado de valores y generar un incremento tanto en la oferta como en la demanda de títulos valores.

En este periodo desde que la Bolsa de Valores de Quito pasó a convertirse en sociedad anónima, ha generado acercamientos con los partícipes del mercado de valores resaltando la presentación a finales del año 2018 de una propuesta de ley, que hasta septiembre del año 2019 no se ha tramitado aún en la Asamblea, la cual busca generar mayor fortaleza en el sector y contar con el apoyo de varios sectores del estado.

Dicha normativa busca atraer más emisores al mercado de valores mediante incentivos tributarios, generar más fuentes de ahorro con la compra de títulos valores por parte de los actores económicos con exceso de liquidez y además de atraer inversión extranjera mediante aperturas de fondos extranjeros.

Adicionalmente se busca generar mayor transaccionalidad bursátil por medio de la posibilidad de la emisión de instrumentos de corto plazo por parte de la banca, la posibilidad de la compra de participación en fondos de inversión, productos que ya cuentan otros mercados y además que los fondos previsionales puedan circular en bolsa.

En cuanto a su estrategia de generar una nueva cultura bursátil en el país la Bolsa de Valores de Quito se encuentra impulsado de forma continua capacitaciones en todo el país siendo así que de acuerdo a la bolsa en el año 2018 se capacito a 6.697 personas en temas bursátiles (Promoción y Difusión de la Cultura Bursátil: Ejes Estratégicos Año 2018, 2018)

En relación a la atracción de nuevos participantes al mercado de valores, la Bolsa de Valores de Quito ha generado varios acuerdos con sectores de la economía ecuatoriana resaltando convenios con las cámaras de comercio del país para coordinar reuniones con potenciales emisores de valores además de generar convenios con los partícipes del sector

de la economía popular y solidaria por medio de su superintendencia del ramo a fin de incentivar su participación en este mercado.

En tanto a la generación de oferta y demanda en el mercado, la Bolsa de Valores de Quito ha impulsado la negociación de instrumentos relativamente nuevos en el mercado de valores como las facturas comerciales que ha sido el producto de más alto crecimiento en estos años en donde tuvieron en el año 2018 un crecimiento de 437% en comparación al año anterior generando por tanto mayor operatividad en la bolsa (Bolsa de Valores de Quito, 2017-2018).

Además se generó la primera emisión de bonos verdes en el Ecuador de la mano de la Bolsa de Valores de Quito en acompañamiento de la consultora Deloitte, producto que tiene una composición financiera similar a una emisión de obligaciones pero que se encuentran atado a proyectos ambientales o de sustentabilidad y que ya se encuentra en funcionamiento en otros mercados, este producto podría atraer a inversionistas del exterior ya que es de interés para varios fondos la inversión en productos financieros relativos a proyectos ambientales.

En cuanto a generar nuevos ingresos la Bolsa de Valores de Quito ha diseñado nuevas soluciones tecnológicas disponibles para los demandantes del mercado de valores las cuales proporcionan información más dinámica y en tiempo real de los precios y rendimientos de los títulos valores negociados en esta. Además, cuentan con un repositorio de estadísticas bajo suscripción donde se puede contar con las calificaciones de riesgos de los títulos transados por estas bolsas.

Con lo expuesto, es innegable la oferta de valor que al momento se encuentra generando la Bolsa de Valores de Quito en el país y de la cual seguramente generará un mayor crecimiento del mercado de valores del país.

CAPITULO VI

6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

6.1 CONCLUSIONES

De lo analizado en los capítulos anteriores se concluye lo siguiente:

- El mercado de valores es una alternativa de financiamiento que no ha sido plenamente desarrollada en Ecuador ya que en comparación a Perú y Colombia este presenta un dinamismo bastante menor ya que la relación capitalización bursátil sobre PIB es en promedio 36. % menor que los otros dos casos de estudio.
- El mercado de valores ecuatoriano tiene varios problemas que no han permitido su pleno desarrollo, como la apertura a mercados internacionales, el desconocimiento de las personas sobre esta alternativa de financiamiento, estructuras de las compañías netamente familiares que no están dispuestas a emitir acciones como método de financiación, una pobre cultura de riesgos en el país y una estructura organizacional de la sociedad desactualizada en comparación a mercados internacionales ya que en el País se está implementando las prácticas de buen gobierno corporativo que resultan fundamentales para tener un mercado transparente.
- El mercado de valores ecuatoriano tiene ventajas comparativas y competitivas en comparación a los otros países de la región que le permitirían poder acceder a financiamiento internacional y a su vez poder dinamizar dicho mercado, además a nivel país esto resultaría beneficioso para la balanza de pagos que en un esquema dolarizado como el de Ecuador es fundamental impulsar los saldos positivos de dicha balanza.
- La Bolsa de Valores de Quito se encuentra desarrollando una estrategia altamente potencial para el desarrollo del mercado local ya que se encuentra generando nuevos espacios para emisores de valores además de potenciar el

crecimiento de la oferta y demanda de títulos valores en el mercado; sin embargo, por las cifras revisadas en un corto plazo no se podrá alcanzar los volúmenes de transacciones alcanzados en los otros mercados analizados (Colombia y Perú), no obstante, marca una alentadora ruta de desarrollo de cara a un largo plazo.

6.2 RECOMENDACIONES

- Se recomienda que el Gobierno nacional considere integrarse Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) conformado por las bolsas de Perú, Chile, Colombia y México para potencializar el ingreso de divisas destinadas al mercado de valores ecuatoriano mejorando la balanza de pagos y la posibilidad de nuevos demandantes de títulos valores aprovechando las intenciones del Gobierno Nacional de ser parte de la Alianza del Pacífico.
- El mercado de valores ecuatoriano ha pasado a formar parte de AMERCA (Asociación de Mercado de Capitales de las Américas) donde se puede encontrar un mercado interesante para el país. Se recomienda fortalecer la búsqueda de compradores de los países que conforman el AMERCA especialmente de Panamá donde nuestros títulos podrían ser apetecibles debido a la tasa de rendimiento y a la moneda ya que los emisores ecuatorianos no se enfrentan al riesgo por tipo de cambio.
- Se recomienda impulsar un cambio normativo que genere un ambiente favorable para la incursión de fondos de inversión internacionales en el mercado ecuatoriano aplicando excepciones tributarias sobre el rendimiento generado en el periodo fiscal además de la excepción del ISD para los retornos obtenidos brindando reglas claras y seguridad jurídica.
- Se recomienda impulsar el desarrollo de nuevos instrumentos financieros en el mercado para poder generar dinamismo y además que posibilite el ingreso de nuevos ofertantes de estos instrumentos como los bonos verdes y las facturas comerciales.

- Se recomienda que la estrategia adoptada por la Bolsa de Valores de Quito se logre replicar en la bolsa de valores de Guayaquil, en función de sus particularidades, para poder complementarse en las dos regiones de desarrollo del país.

BIBLIOGRAFÍA

1. Aguirre, Ó. (2014). Planeación estratégica. En J. Chávez, *Aportes de Administración de Negocios y Educacion: Investigación aplicada en Tampico y Cd* (pág. 250). Bloomington: Palibrio.
2. Baca, G. (2007). *Evaluación de Proyectos*. México: McGrawHill/ Interamericana editores.
3. Baena Toro, D., Hoyos, H., & Ramírez, J. (2016). *Sistema financiero colombiano*. Bogotá: Ecoe Ediciones.
4. BCE. (31 de diciembre de 2017). *Ecuador creció 3.0% en 2017 y confirma el dinamismo de su economía*. Recuperado el 28 de 9 de 2018, de Banco Central del Ecuador: <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1080-ecuador-crecio-30-en-2017-y-confirma-el-dinamismo-de-su-economia>
5. BCE. (2017). *Tasas de Interés*. Obtenido de Banco Central del Ecuador: <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/TasasHistorico.htm>
6. BCE. (2018). *Evolución de la Balanza Comercial*. Obtenido de Banco Central Ecuador: <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/299-evoluci%C3%B3n-de-la-balanza-comercial>
7. BCE. (2018). *Inflación*. Obtenido de Banco Central del Ecuador: https://contenido.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=inflacion
8. BCE. (s.f). *Preguntas frecuentes Banco Central del Ecuador*. Obtenido de Banco Central del Ecuador: <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/156-preguntas-frecuentes-banco-central-del-ecuador>
9. Bolsa de Valores de Quito. (2017-2018). *Facturas Comerciales Negociables*. Obtenido de Blog BVQ: <https://www.bolsadequito.com/index.php/blog-2/433-facturas-comerciales-negociables>
10. *Capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en bolsa (% del PIB)*. (2019). Obtenido de Banco Mundial: https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?end=2017&locations=BI&most_recent_value_desc=true&start=1999
11. CEDATOS. (2018). *Principales Indicadores Económicos*. Obtenido de <http://www.cedatos.com.ec/indicadores.php>
12. Certo, S. (2006). *Modern management*. Pensilvania: Pearson/Prentice Hall.

13. Chamorro, S. (14 de abril de 2015). *Las 10 claves para mejorar la atención al cliente de tu empresa*. Obtenido de Deusto Formación: <https://www.deustoformacion.com/blog/gestion-empresas/10-claves-para-mejorar-atencion-cliente-tu-empresa>
14. *Colectivo, de autores. Econometría*. (2009). Editorial Félix Varela. Recuperado el 2019, de <https://www.mdconsult.internacional.edu.ec:2095>
15. Congreso Nacional. (22 de Febrero del 2006). Ley de Mercado de Valores, Codificación. Registro Oficial Suplemento. Recuperado el 2019, de bolsadevaloresguayaquil.com/legal/normat...rcado de Valores.doc
16. Córdoba, M. (2015). *Mercado de valres*. Bogotá: Ecoe Ediciones. Recuperado el 2019, de <https://ebookcentral.proquest.com>
17. Covenas, F. (25 de abril de 2012). *El Entorno Empresarial*. Obtenido de Organización y Constitución de Empresas: <http://constituciondeempresas-covenas.blogspot.com/2012/04/el-entorno-empresarial.html>
18. Cruz, L. (2008). *Mercadotecnia Express*. México: Editorial Trillas.
19. Datosmacro.com. (1 de octubre de 2018). *Ecuador Natalidad: En 2016 cayó la natalidad en Ecuador*. (Expansión, Productor) Recuperado el 2018, de <https://datosmacro.expansion.com/demografia/natalidad/ecuador>
20. Diario El Comercio. (5 de noviembre de 2009). *Los pañales son un mercado absorbente*. Recuperado el 2018, de <http://www.elcomercio.com/actualidad/panales-son-mercado-absorbente.html>
21. Diario El Telégrafo. (27 de diciembre de 2017). *Salario básico para 2018 será de \$386*. Obtenido de <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/salario-basico-para-2018-es-de-usd-386>
22. Ecuador TV. (29 de septiembre de 2018). *PIB ecuatoriano aumentó entre abril y junio de 2018*. Recuperado el 30 de septiembre de 2018, de Unidad Digital de EcuadorTV: <http://www.ecuadortv.ec/noticias/actualidad/9/pib-ecuador-2018>
23. Ekos. (26 de junio de 2016). *Otelo & Fabell obtienen importantes certificaciones que avalan la calidad de sus productos y proceso*. Obtenido de Ekos Negocios: <http://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=7769>
24. Escudero, J. (30 de junio de 2016). *¿Cómo se elabora un modelo Canvas?* Obtenido de Emprendedores: <http://www.emprendedores.es/gestion/modelo-3>
25. Flor, G. (2006). *Guía para elaborar planes de negocios*. Quito: Gráficas Paola.

26. *Fondos de inversión: una alternativa de rentabilidad para las personas y las empresas.* (Abril de 2019). Obtenido de Reporte Digital: <https://reportedigital.com/negocios/gestion/fondo-inversion/>
27. Freeman, S. (2006). *Administración.* México: Prentice Hall.
28. Friend, G., & Stefan, Z. (2008). *¿Cómo Diseñar un Plan de Negocios?* España: Cuatro Media.
29. Gallagher, T. (2001). *Administración Financiera Teoría y Práctica.* Bogotá: Prentice Hall.
30. Gestipolis. (2 de noviembre de 2000). *Tasa activa y tasa pasiva ¿Qué son?* Recuperado el 15 de Septiembre de 2018, de <https://www.gestipolis.com/tasa-activa-y-tasa-pasiva>
31. Hernández, B. (1999). *Bolsa y Estadística Bursátil.* Recuperado el 2019, de <https://www.mdconsult.internacional.edu.ec:2095>
32. Hernández, C. (2011). *Planificación y programación.* San José, Costa Rica: EUNED.
33. INEC. (2017). *Encuesta de Estratificación del Nivel Socioeconómico.* Obtenido de Instituto Nacional de Estadísticas y Censos: <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/encuesta-de-estratificacion-del-nivel-socioeconomico/>
34. INEC. (31 de agosto de 2018). *Resultados: Índice de Precios al Consumidor (IPC).* Recuperado el 11 de septiembre de 2018, de Ecuador en Cifras: http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Agosto-2018/01%20ipc%20Presentacion_IPC_ago2018.pdf
35. Isaac, J., Flores, O., & Hernández, F. (2010). *Modelo Isaac de evaluación corporativa integral: Metodología para el análisis patrimonial, económico, financiero y bursátil de las corporaciones.* México D.F.: Plaza Y Valdes Editores.
36. Lara, B. (2013). *¿Cómo elaborar proyectos de inversión paso a paso?* Quito: Luz de América.
37. *Las Facturas Comerciales Negociables: Un Producto de Rápido Desarrollo.* (2019). Obtenido de Bolsa de Valores de Quito: <https://www.bolsadequito.com/index.php/blog-2/242-las-facturas-comerciales-negociables-un-producto-de-rapido-desarrollo>
38. Libro II. Ley de Mercado de Valores. (22 de febrero de 2006). *Código Orgánico Monetario y Financiero(215).* Registro Oficial Suplemento. Recuperado el

- 2019, de <https://www.bolsadequito.com/uploads/normativa/mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores.pdf>
39. López, M. (23 de abril de 2014). *La importancia del estudio FODA para las organizaciones*. Obtenido de Gestipolis: <https://www.gestipolis.com/la-importancia-del-estudio-de-foda-para-las-organizaciones/>
 40. Martínez, J. (2007). *Introducción General al Marketing*. Colombia: Norma.
 41. *Mejores fondos de inversión para 2019*. (18 de diciembre de 2018). Obtenido de Rankia: <https://www.rankia.mx/blog/fondos-de-inversion-mexico/3081914-mejores-fondos-inversion-para-2019>
 42. *Metodología de Calificación de Valores Representativos de Deuda*. (2017). Obtenido de http://classinternationalrating.com/wp-content/uploads/2016/02/obl-met-anexo_a_-_metodologia_calificacion_obligaciones_y_papel_comercial_cir.pdf
 43. Moyano, L. (2015). *Plan de Negocios*. Lima: Editorial Macro.
 44. Muñiz, L. (2010). *Guía Práctica para Mejorar un Plan de Negocios*. Madrid: Profit.
 45. Ocampo, L. (2006). *Costos y Evaluación de Proyectos*. México: CECSA.
 46. Ortega, A. (2008). *Planeación financiera estratégica*. México, D.F.: McGraw-Hill Interamericana Editores, S.A. de C.V.
 47. Osterwalder, A., & Pigneur, Y. (2010). *Business Model Generation*. USA: John Wiley y Sons, Inc.
 48. Palao, J., & Gómez, V. (2009). *Domine el Marketing para alcanzar el éxito*. Lima: Palao.
 49. *Promoción y Difusión de la Cultura Bursátil: Ejes Estratégicos Año 2018*. (2018). Obtenido de Bolsa de Valores de Quito: <https://www.bolsadequito.com/index.php/blog-2/435-educacion-bursatil>
 50. Puentes, G. (2012). *Formulación y evaluación de Proyectos*. Colombia: ECOE.
 51. Quijano, G. (10 de marzo de 2013). *Modelo Canvas: Una herramienta para Generar Modelos de Negocios*. Obtenido de Marketing y Finanzas: <http://www.marketingyfinanzas.net/2013/03/modelo-canvas-una-herramienta-para-generar-modelos-de-negocios/>
 52. Rodríguez, J. (2001). *¿Cómo aplicar la planeación estratégica a la pequeña y mediana empresa?* México D.F.: Ecafsa.
 53. Salazar, R. (2005). *Formulación y Evaluación de un Plan de Negocios*. Quito: Universidad Internacional del Ecuador.

54. Salinas Rivas, S. (2011). *Mercado de Valores*. Ediciones Legales.
55. Sanchis Palacio, J., & Camps Torres, J. (2002). *Dirección Estratégica Bancaria*. Barcelona: Ediciones Díaz de Santos.
56. Sapag, N., Sapag, R., & Sapag, J. (2008). *Preparación y Evaluación de Proyectos* (6ta. ed.). México, D.F.: McGraw-Hill/Interamericana Editores, S.A. de C.V.
57. Sarmiento, D., González, L., Sánchez, E., Manrique, J., & Silva, M. (1 de marzo de 2009). *Compensación y remuneración, sueldos y salarios, programas de incentivos y beneficios*. Obtenido de Over Blog: <http://google.overblog.es/article-28521111.html>
58. Stanton, W. (2003). *Fundamentos del Marketing*. México D.F.: McGraw-Hill.
59. Steiner, G. (1998). *Planificación Estratégica: Lo que Todo Director debe Saber* (23ra. ed.). México D.F.: Editorial CECSA.
60. Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2018). *Glosario Bursátil*. Recuperado el 2019, de Super Educados: <https://supereducados.supercias.gob.ec/index.php/glosario-bursatil/>
61. Tucker, I. (2018). *Fundamentos de Economía* (3ra. ed.). Charlotte, Carolina del Norte, Estados Unidos.
62. Universidad Santo Tomas. (2011). *Concepto de Segmentación*. (U. S. TOMAS, Productor) Recuperado el 2018, de La Segmentación del Mercado: http://soda.ustadistancia.edu.co/enlinea/2momento_admoncomercialymercadeo/concepto_de_segmentacin.html
63. Vaquiro, J. (19 de diciembre de 2017). *Tasa interna de retorno - TIR*. Obtenido de Pymes Futuro: <http://www.pymesfuturo.com/tiretorno.htm>
64. Zabala, V. (3 de julio de 2018). *Indicador de Riesgo País EMBI - Ecuador*. Obtenido de Revista Ekos Negocios: <http://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=10728>
65. Zaimella. (2018). *Sobre empresa Zaimella del Ecuador, S.A.* Obtenido de <https://1455-ec.all.biz/info-about>

ANEXOS

**Anexo 1. Capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en
bolsa (USD a precios actuales en millones)**

Parte 1

| Año | Argentina | Chile | Colombia | México | Panamá | Perú |
|-------------|------------------|--------------|-----------------|---------------|---------------|-------------|
| 2001 | 33.384 | 56.310 | - | 126.258 | 2.602 | 9.790 |
| 2002 | 16.571 | 49.827 | - | 103.941 | 3.095 | 11.441 |
| 2003 | 34.995 | 86.526 | - | 122.533 | 3.220 | 14.125 |
| 2004 | 40.594 | 116.924 | - | 171.402 | 4.203 | 18.074 |
| 2005 | 47.590 | 136.493 | 50.501 | 239.128 | 5.963 | 24.140 |
| 2006 | 51.240 | 174.419 | 56.204 | 348.345 | 7.151 | 40.022 |
| 2007 | 57.070 | 212.910 | 101.956 | 397.725 | 7.203 | 69.386 |
| 2008 | 39.850 | 131.808 | 87.716 | 234.055 | 7.065 | 37.877 |
| 2009 | 45.745 | 230.732 | 140.520 | 352.045 | 7.723 | 71.663 |
| 2010 | 63.910 | 341.799 | 208.502 | 454.345 | 8.348 | 103.347 |
| 2011 | 43.580 | 270.289 | 201.296 | 408.690 | 10.682 | 81.878 |
| 2012 | 34.255 | 313.325 | 262.101 | 525.057 | 12.544 | 102.617 |
| 2013 | 53.105 | 265.150 | 202.693 | 526.016 | 12.570 | 80.978 |
| 2014 | 60.142 | 233.245 | 146.746 | 480.245 | 13.756 | 78.840 |
| 2015 | 56.135 | 190.352 | 85.955 | 402.253 | 13.174 | 56.556 |
| 2016 | 63.601 | 212.480 | 103.819 | 352.041 | 13.564 | 81.089 |
| 2017 | 108.740 | 294.676 | 121.477 | 417.021 | 15.024 | 99.218 |
| 2018 | 45.986 | 250.740 | 103.848 | 385.051 | 15.648 | 93.385 |

Fuente: Banco Mundial

Parte B

| <i>PIB (US\$ a precios actuales en millones)</i> | | | | | | |
|--|------------------|--------------|-----------------|---------------|---------------|-------------|
| Año | Argentina | Chile | Colombia | México | Panamá | Perú |
| 2001 | 268.697 | 70.980 | 98.212 | 756.706 | 12.502 | 52.030 |
| 2002 | 97.724 | 69.737 | 97.963 | 772.106 | 12.994 | 54.778 |
| 2003 | 127.587 | 75.643 | 94.641 | 729.336 | 13.694 | 58.731 |
| 2004 | 164.658 | 99.210 | 117.082 | 782.241 | 15.013 | 66.769 |
| 2005 | 198.737 | 122.965 | 145.181 | 877.476 | 16.374 | 76.061 |
| 2006 | 232.557 | 154.788 | 161.190 | 975.387 | 18.142 | 88.643 |
| 2007 | 287.531 | 173.606 | 205.707 | 1.052.696 | 21.296 | 102.171 |
| 2008 | 361.558 | 179.638 | 241.711 | 1.109.989 | 25.156 | 120.551 |
| 2009 | 332.976 | 172.389 | 232.494 | 900.045 | 27.117 | 120.823 |
| 2010 | 423.627 | 218.538 | 286.104 | 1.057.801 | 29.440 | 147.529 |
| 2011 | 530.163 | 252.252 | 334.454 | 1.180.490 | 34.686 | 171.762 |
| 2012 | 545.982 | 267.122 | 370.574 | 1.201.090 | 40.430 | 192.649 |
| 2013 | 552.025 | 278.384 | 381.867 | 1.274.443 | 45.600 | 201.175 |
| 2014 | 526.320 | 260.542 | 381.112 | 1.314.564 | 49.922 | 200.984 |
| 2015 | 594.749 | 243.919 | 293.482 | 1.170.565 | 54.092 | 189.759 |
| 2016 | 557.531 | 250.340 | 282.825 | 1.077.828 | 57.958 | 191.907 |
| 2017 | 642.696 | 277.746 | 311.790 | 1.158.071 | 62.284 | 210.702 |
| 2018 | 518.475 | 298.231 | 330.228 | 1.223.809 | 65.055 | 222.238 |

Fuente: Banco Mundial

Anexo 2. Valor efectivo operado en Renta Fija (Millones de US\$)

| Año | 2017 | 2017 | % SP/PIB |
|-----------------|----------------|-------------|-----------------|
| País | Sector Privado | PIB | |
| Colombia | 39.532,67 | 311.789,87 | 12,68% |
| Ecuador | 647,34 | 104.295,86 | 0,62% |
| Perú | 426,78 | 210.702,30 | 0,20% |

Fuente: Instituto Iberoamericano de Bolsas