



**TRABAJO DE GRADUACIÓN**

**“FACTORES DETERMINANTES Y LIMITANTES EN LA EVOLUCIÓN DEL  
MERCADO DE VALORES ECUATORIANO, PROPUESTA PARA SU  
DESARROLLO”**

**Previa la obtención del Título de:**

**MAGISTER EN FINANZAS**

**Presentado por:**

CARLOS IVÁN BARRIONUEVO TOASA  
CÉSAR ROGELIO CAJAMARCA NUGRA

**Guayaquil – Ecuador**

**2023**

## **AGRADECIMIENTO**

Deseamos expresar nuestros más sinceros agradecimientos a la Escuela Superior Politécnica del Litoral, ESPOL, Director de Tesis, a todos los profesores que supieron trasladar sus conocimientos, y todas aquellas personas que de una u otra manera contribuyeron en la realización de esta investigación.

***CARLOS BARRIONUEVO Y CESAR CAJAMARCA***

**DEDICATORIA**

La presente investigación está dedicada a mi familia que me alienta a mejorar cada día y a mis amigos más cercanos, que han sido un incentivo fundamental para el desarrollo y terminación de este trabajo.

***CARLOS BARRIONUEVO***

El trabajo de investigación desarrollado a continuación es dedicado a mis hijas, a mi madre y abuela por el apoyo incondicional que me brindan día a día; es por ellas el sacrificio realizado para culminar esta maestría con éxito.

***CÉSAR CAJAMARCA***

**COMITÉ DE EVALUACIÓN**

---

**Prof. Jorge Osiris García Regalado**

**Tutor del Proyecto**

---

**Prof. Christian Vera Alcívar**

**Evaluador 1**

---

**Prof. Katia Rodríguez Morales**

**Evaluador 2**

## **DECLARACIÓN EXPRESA**

El trabajo de investigación titulado “*Factores determinantes y limitantes en la evolución del Mercado de Valores Ecuatoriano, Propuesta para su desarrollo*”, previo a la obtención del Grado Académico de Master en Finanzas, ha sido desarrollada en base a una investigación exhaustiva, respetando derechos intelectuales de terceros conforme las citas que constan al pie de las páginas correspondientes, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía. Por tanto, este trabajo es de nuestra total autoría.

En virtud de esta declaración, nos responsabilizamos del contenido, veracidad y alcance científico del trabajo e investigación del Grado Académico en mención.

Guayaquil, a los 13 días del mes de septiembre de 2023,

## **LOS AUTORES**

**Carlos Iván Barrionuevo Toasa**

**César Rogelio Cajamarca Nugra**

## RESUMEN

El objetivo del presente trabajo es identificar los principales problemas técnicos, operativos y/o legales que limitan el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano. La investigación es de tipo documental apoyada en la información anual de las Bolsas de Valores del país de los últimos 10 años (desde el año 2013 al 2022). Como resultados de la investigación aparece que el sistema técnico de las Bolsas de Valores del país data de aproximadamente 30 años, con sistema operativo Windows el cual, no es compatible o requiere de ajustes con otros sistemas modernos que utilizan hoy en día otras plataformas locales e internacionales, la poca participación del sector privado empresarial local e internacional, la escasa participación de hacedores de mercado como son el sector financiero, la concentración en pocos instrumentos negociados en el mercado bursátil, una abundante carga de requisitos en el proceso de inscripción y emisión de los títulos de renta fija más tranzados y emitidos por el sector privado (Obligaciones Corporativas y Papel Comercial), y de renta variable (acciones), aspectos que aportan o limitan de diferente manera al poco desarrollo del mercado de valores ecuatoriano, por lo cual, se plantea una propuesta a los actores del mercado a fin de que sea considerada como un elemento de análisis o recomendación que busca mostrar alternativas que corrijan los factores antes mencionados o alienten a participar a más inversionistas que aporten al desarrollo del mercado de valores ecuatoriano.

## INDICE

AGRADECIMIENTO.....	2
DEDICATORIA .....	3
COMITÉ DE EVALUACIÓN .....	4
DECLARACIÓN EXPRESA .....	5
RESUMEN.....	6
CAPÍTULO I.....	10
INTRODUCCIÓN .....	10
ANTECEDENTES.....	11
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA .....	12
JUSTIFICACIÓN E IMPORTANCIA .....	14
OBJETIVOS .....	15
OBJETIVO GENERAL.....	15
OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	15
ALCANCE DEL ESTUDIO .....	16
CAPÍTULO II .....	16
REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	16
MARCO TEÓRICO.....	17
CARACTERÍSTICAS GENERALES.....	17
<i>Actores del mercado</i> .....	17
<i>Emisores</i> .....	17
<i>Inversionistas</i> .....	17
<i>Bolsas de valores</i> .....	18
<i>Casas de valores</i> .....	18
<i>Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores</i> .....	18
<i>Calificadoras de Riesgo</i> .....	18
<i>Administradoras de fondos y fideicomisos</i> .....	18
TIPOS DE MERCADO (BURSÁTIL, EXTRABURSÁTIL Y PRIVADO).....	18
<i>Mercado Bursátil</i> .....	18
<i>Mercado Extrabursátil</i> .....	19
<i>Mercado Privado</i> .....	19
TIPOS DE MERCADO (PRIMARIO Y SECUNDARIO).....	19
<i>Mercado Primario</i> .....	19
<i>Mercado Secundario</i> .....	19
TIPOS DE RENTA .....	20
<i>Renta Fija</i> .....	20
<i>Renta Variable</i> .....	20

INSTRUMENTOS DE NEGOCIACIÓN .....	20
ACCIONES:.....	20
BONOS:.....	20
CERTIFICADOS DE DEPÓSITO: .....	20
PAPEL COMERCIAL:.....	20
DIAGNÓSTICO Y CARACTERIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR EN EL PERIODO 2013-2022 .....	21
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL.....	21
ANTECEDENTES DE LA CREACIÓN O APARICIÓN DE LA VIDA JURÍDICA DEL SISTEMA BURSÁTIL ....	23
IDENTIFICACIÓN DE LOS PROBLEMAS Y LIMITANTES DEL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES .....	23
JUSTIFICACIÓN E IMPORTANCIA .....	23
PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES .....	24
NEGOCIACIÓN DE INSTRUMENTOS EN EL MERCADO DE VALORES .....	24
SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN BURSÁTIL .....	24
LA NORMATIVA Y ASPECTOS IMPORTANTES A CONSIDERAR EN PRO DE DESARROLLAR EL MERCADO. ....	24
CAPITULO III .....	25
METODOLOGÍA.....	25
ENFOQUE DE LA INVESTIGACIÓN .....	25
DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN .....	26
MÉTODO DE ANÁLISIS .....	27
VARIABLES DE ESTUDIO .....	27
RECOPIACIÓN DE DATOS.....	28
MUESTRA .....	29
PROCEDIMIENTO .....	29
CAPITULO IV.....	31
RESULTADOS.....	31
ANÁLISIS DE LA PARTICIPACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO Y PRIVADO EN EL MERCADO BURSÁTIL ....	31
NEGOCIACIÓN DE INSTRUMENTOS EN EL MERCADO DE VALORES .....	32
ANÁLISIS DE LAS TRANSACCIONES BURSÁTILES DE RENTA FIJA.....	34
ANÁLISIS DE LAS TRANSACCIONES BURSÁTILES DE RENTA FIJA POR INSTRUMENTO .....	35
ANÁLISIS DE TRANSACCIONES BURSÁTILES DE RENTA VARIABLE .....	36
PROCESOS TÉCNICOS Y OPERATIVOS DEL MERCADO QUE LIMITAN SU CRECIMIENTO .....	38
<i>Los Procesos Técnicos</i> .....	38
<i>De los procesos operativos</i> .....	40
REQUISITOS DE OFERTA PÚBLICA OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO Y PAPEL COMERCIAL.....	44



<i>Requisitos de Oferta Pública Acciones</i> .....	45
ANÁLISIS DE LOS COSTOS DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE OBLIGACIONES Y PAPEL COMERCIAL MEDIANTE OFERTA PUBLICA .....	47
<i>Análisis de las empresas emisoras</i> .....	47
<i>Análisis de los costos de emisión de obligaciones y papel comercial</i> .....	48
EMPRESAS PYMES .....	49
EMPRESAS GRANDES .....	54
SECTOR FINANCIERO.....	58
REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES DE ECUADOR, COLOMBIA Y PERÚ	62
BOLSA DE VALORES DE ECUADOR.....	62
BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA .....	63
BOLSA DE VALORES DE PERÚ .....	65
COSTOS DE EMISIÓN EN COLOMBIA Y PERÚ .....	67
ANÁLISIS DE LOS COSTOS PARA REALIZAR UNA EMISIÓN EN COLOMBIA .....	67
ESTRUCTURA DE LOS COSTOS DE EMISIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ .....	69
ANÁLISIS DEL COSTO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS .....	70
ANÁLISIS RESULTADOS EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS EN COLOMBIA, PERÚ Y ECUADOR .	71
CAPITULO V .....	73
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	73
<i>Conclusiones</i> .....	73
RECOMENDACIONES .....	79
MARCO REGULATORIO Y SU IMPORTANCIA EN EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES.....	79
NECESIDAD DE INCORPORAR REFORMAS LEGALES QUE FORTALEZCAN EL CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS ORIENTADORES EN EL MERCADO DE VALORES DE ECUADOR.....	81
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS .....	87
INDICE DE FIGURAS.....	90
INDICE DE TABLAS .....	91

## CAPÍTULO I

### Introducción

El financiamiento de forma general proviene de origen interno y externo de la empresa, en el primer caso, se refiere al aporte de los propios socios, es decir, de los dueños de la empresa o negocio, mientras que el segundo proviene de origen externo al mismo.

En el crédito ajeno a la empresa (préstamo), es muy común que los dueños de las empresas acudan a créditos bancarios del sistema financiero, sin embargo, existe también el Mercado de Valores ecuatoriano como fuente alternativa de financiamiento del país, que no es utilizado de manera significativa por parte de los actores privados o públicos, ya sea con fines de inversión, con emisión de obligaciones o para levantar recursos para el financiamiento de sus objetivos, programas o proyectos.

El objetivo de la investigación radica en realizar una propuesta que sea considerada como un elemento de análisis o recomendación que busca mostrar alternativas que corrijan los factores identificados bajo esta investigación como causantes o limitantes del poco desarrollo del mercado o que aporten a su desarrollo. Para cumplir con este objetivo se realizó un análisis descriptivo y documental de las principales limitantes y problemas técnicos y legales que enfrenta el mercado para su desarrollo.

Además, se efectuó un análisis cuantitativo de los Anuarios de las Bolsas de Valores del país, de publicaciones y de información proporcionada por las mismas, acerca de las transacciones cerradas de los últimos 10 años (2013 – 2022), de donde se obtuvo la información acerca de los participantes del mercado, la misma que proporcionó el grado de participación de cada uno y por tanto su aporte en el desarrollo del mercado. Del mismo modo se obtuvo el tipo de instrumentos negociados lo que muestra la preferencia sobre la disponibilidad de los participantes.

Sobre los instrumentos, se realizó un análisis descriptivo documental acerca de los requisitos y procedimientos necesarios vigente en la normativa del mercado de valores, que se requiere para su inscripción, emisión y colocación, de los títulos más tranzados que han sido emitidos por el sector privado durante el período de análisis. Además, se realizó un análisis cuantitativo sobre los costos que implica realizar emisiones de estos títulos para las pymes y empresas grandes.

### **Antecedentes**

Según la Superintendencia de Compañías, el Mercado de Valores y el comercio están estrechamente ligados, pues este surge de la necesidad de contar con un lugar donde oferentes y demandantes de recursos puedan juntarse. Antes de la existencia de las entidades financieras, este intercambio se basaba en bienes o productos, por tanto, podría decirse que el origen de este mercado se encuentra ligado al desarrollo del comercio a lo largo del tiempo.

Además, señala que el apareamiento del mercado de valores está vinculado a la Bolsa de Comercio, normada por el Código de Comercio de 1906, que no aportó mayormente al desarrollo del Mercado de Valores. Después de 30 años, en 1935 se establecería la “Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A.” en Guayaquil, vigente solo hasta junio de 1936.

La “Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional”, se creó en 1965 para otorgar créditos y promover la creación de la Bolsa de Valores.

Es en 1969, donde la Comisión Legislativa Permanente, facultó el establecimiento de bolsas de valores como compañías anónimas bajo el control de la Superintendencia de Compañías.

Las dos bolsas de valores Quito y Guayaquil iniciaron sus operaciones en 1970 formalizando el mercado bursátil en el Ecuador en julio de 1969.

La primera Ley de Mercado de Valores fue expedida el 28 de mayo de 1993, con la cual el Consejo Nacional de Valores (CNV) estableció la política y regulación del mercado de valores, y que las bolsas de valores sean corporaciones civiles sin fines de lucro.

Con la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores del 2006, se contó con un solo cuerpo legal que sistematizó las resoluciones expedidas por el CNV. En 2014 se expidió en el Suplemento del Registro Oficial No.249, La Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, con la cual, se cambió la situación societaria de las bolsas de valores y se estableció que éstas debían ser sociedades.

También, en el 2014 se expidió en el Segundo Suplemento del Registro Oficial No.332, el Código Orgánico Monetario y Financiero, cambiando el nombre de la institución a Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Se introducen reformas asignando a la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera la potestad de ente regulador.

El Código Orgánico Monetario Financiero, precisa como atribuciones de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, el regular las actividades financieras que realicen las entidades del sistema financiero y las de seguros y valores. Así la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es quien debe establecer la política general del mercado de valores.

En el 2021 se expidió en el Registro Oficial – Suplemento No. 443, la Ley Orgánica Reformativa al Código Orgánico Monetario y Financiero para la Defensa de la Dolarización, con la que, se crea la Junta de Política y Regulación Monetaria y la Junta de Política y Regulación Financiera, ésta última responsable de la formulación de la política y regulación crediticia, financiera, de valores, seguros y servicios de atención integral de salud propagada.

### **Planteamiento del Problema**

La necesidad de recursos, para atender los diferentes sectores de la economía han dado lugar a la creación del Mercado Financiero, que brindan préstamos a cambio de una tasa de interés; y el Mercado de Valores en donde la empresa obtiene financiamiento directamente de sus inversionistas (González, J. 2016).

Para (Vásquez, F., Muñoz, H., y Ortega, W. 2020), el país no ha explotado el mercado de valores por la poca participación del sector privado y la limitada emisión de valores registrados; así como también, por la falta de programas y regulaciones para captación de inversión extranjera (Pérez, O., Rivera, A., y Solís, L. 2015), entre otros motivos.

Para (Guamán, F. 2018), en el Ecuador no se realiza la promoción suficiente de la operatividad y manejo del Mercado Bursátil en comparación al Mercado Financiero, por tanto, la población en general desconoce los mecanismos para negociar títulos valores.

Para (Gonzales, J. 2016), la escasa promoción y miedo al cambio, han ocasionado que las Pymes no se hayan beneficiado del mercado bursátil.

Según Garay, U. y Llanos, J. 2010, hay múltiples razones por que una empresa no interviene en el mercado de valores, desconocimiento, miedo, no tuvo necesidad o incertidumbre en la situación económica.

Para SANTAFEVALORES (2023), entre otros, existe falta de acuerdos nacionales e internacionales para expandir el mercado en otros países, poca o ninguna información bursátil internacional, inestabilidad jurídica en varios aspectos relacionados a la empresa ecuatoriana; así como también abonaría la existencia de un sistema de mercados de valores de hace más de

25 años y Depósitos Centralizados de Valores discordantes con normas y procedimientos diferentes.

Para VECTORGLOBAL (2023), entre otros, le falta interconectar el mercado local con los mercados internacionales a nivel normativo, existe una falta de norma secundaria, falta de control de actividades no reguladas, falta de modernización de procesos operativos, así como también limitaciones técnicas de los Depósitos Centralizados y sistemas operativos.

Para la Bolsa de Valores de Guayaquil (2023), los sistemas bursátiles datan de aproximadamente 30 años con operatividad de un sistema “Windows”, con limitaciones de carácter legal para una interconexión con el mercado internacional, así como también a nivel operativo en la compensación para este tipo de transacciones.

Lo mencionado se refleja en la información publicada por la Bolsa de Valores de Quito, donde se denota que, de los valores cerrados de renta fija a través de las Bolsas de Valores del país, en el año 2022 por USD 13.086,4 millones (sin considerar negociaciones de titularizaciones y reportos por USD 322,2 mil), apenas el 11,38% (1.488,9 millones) correspondió a títulos emitidos por el sector empresarial (Privado); y el 88,62% (USD 11.597,49 millones) corresponden a títulos del sector público y sector financiero, es decir, existe emisiones apenas por alrededor del 10% de parte del sector privado empresarial en el mercado bursátil en dicho año, lo que demuestra la poca participación del mismo.

A lo mencionado en el párrafo anterior se puede agregar que, otra forma de medir el poco grado de participación del sector privado y su intervención en la economía, es a través de calcular la capitalización bursátil como porcentaje del producto interno bruto, aunque esta se refiere sólo al segmento de renta variable del mercado ya que no considera renta fija (Rodríguez, A. 2007). En este sentido, la participación del mercado de capitales ecuatoriano comparado con países como Colombia y Perú en el último año (2022), de la información disponible en la Plataforma Bloomberg se obtiene que, el mercado de valores representa para Colombia el 18,65%, mientras que para Perú es del 30,21% y de Ecuador apenas el 7,83%, medidos en relación al PIB Nominal, lo que denota de manera significativa la participación de empresas o compañías en los mercados de valores en Perú y Colombia frente a lo que sucede en el Ecuador, evidenciándose en el caso local que pocas empresas cotizan en Bolsa, y, por lo tanto, su aporte mínimo al crecimiento del mercado de valores, lo cual, sin duda es la principal causa del limitado desarrollo del Mercado de Valores ecuatoriano.

A todos estos acontecimientos, se suma los escándalos ocurridos en el año 2020 y 2021 por las Empresas Ecuagran, Delcorp, las operaciones del Instituto de Seguridad Social de la Policía

Nacional, ISSPOL, en las cuales se evidencian falta de control en los procesos técnicos, operativos y regulatorios, situaciones que no aportan al crecimiento del mercado.

Todos estos elementos y muchos más que se analizan, son la causa del mercado de valores poco profundo, por tanto, nuestra tarea consiste en identificar, las potenciales causas que han producido estos resultados a fin de proponer alternativas que permitan corregir, mejorar y/o desarrollar el mercado, con miras a integrarnos a la comunidad internacional como una fuente alternativa de inversión y financiamiento, como sucede en los mercados de valores desarrollados.

Por tanto, con esta investigación se pretende identificar las potenciales causas que originan el poco desarrollo del mercado, para lo cual, se utilizará datos históricos de las operaciones transacciones ejecutadas durante el período 2013 – 2022, de emisores, de compradores, procesos operativos, marco regulatorio, entre otros, para proponer mecanismos de mejora e incentivar al mercado de valores, contando con una investigación que sirva de propuesta y sobre todo genere el interés de considerarla como un aporte al mercado que sirva de base, cuyo propósito busca desarrollar el mismo.

### **Justificación e importancia**

En el país aún no se ha desarrollado el tema del mercado de valores, así como tampoco ha sido explotado por parte de quienes requieren de recursos (Valdospinos, E. 2012).

En Ecuador, el Mercado de Capitales atraviesa una etapa incipiente de desarrollo, de ahí la poca importancia como alternativa de financiamiento. Para las Pymes, especialmente sin medios o alternativas de fondeo para el comienzo de emprendimientos, el recurso inicial de éstas es el capital propio (o familiar) del titular o socios de la empresa (Pérez, O., Rivera, A. y Solís, L. (2015).

Las pequeñas y medianas empresas no tienen incentivo por negociar en mercado, acudiendo generalmente al crédito de la banca tradicional; esto por el temor a la pérdida del control de sus empresas y por ser demasiado conservadores con la información financiera de las mismas y porque desconocen de los mecanismos que deben realizar para obtener este tipo de financiamiento en mercado de valores o porque les parece demasiado complicado realizarlo (Garay, K. 2019).

Según la Superintendencia de Compañías, desde los inicios del mercado bursátil (1970) la presencia del sector público ha sido predominante respecto del sector privado, esto se ha

mantenido a lo largo de los 30 años de existencia de los sistemas operativos bursátiles a nivel nacional.

Según la información de la Bolsa de Valores de Quito, a nivel nacional, existe una concentración en pocos instrumentos financieros que se negocian en el mercado bursátil.

El mercado de capitales es importante en el crecimiento de una economía, por la redistribución de los recursos de manera más eficiente que el sistema tradicional bancario, el cual consiste en canalizar los recursos provenientes del sector productivo a través del sistema bursátil y de una casa de valores (Lituma, L. 2020).

En este sentido, resulta primordial que pequeñas y medianas empresas participen de esta alternativa de financiamiento sin costo, por lo cual, se justifica de forma clara la presente investigación y la importancia de identificar los potenciales problemas o limitantes al crecimiento del mercado de valores ecuatoriano, para presentar una propuesta que genere interés en sus participantes como una base para discusión en busca de desarrollar el mercado.

## **Objetivos**

### **Objetivo General**

Elaborar una propuesta que promueva el crecimiento del mercado de valores ecuatoriano a partir de identificar las causas que limitan su desarrollo.

### **Objetivos Específicos**

- Analizar la participación de los actores en el mercado bursátil.
- Identificar los instrumentos que prefiere el inversionista tranzar en el mercado de valores.
- Determinar algunos procesos técnicos y operativos que no permiten el desarrollo del mercado.
- Identificar puntos en la normativa que no permitan dinamizar el mercado.

### **Alcance del Estudio**

El objetivo de este estudio es plantear una propuesta para aportar al desarrollo del Mercado de Valores a partir de identificar potenciales problemáticas y limitantes para su desarrollo.

Para lograr este objetivo, el alcance del estudio se limita a recolectar y analizar las operaciones cerradas en las Bolsas de Valores del país durante los últimos 10 años (2013 – 2022).

A partir de esta información se realizó el análisis y procesamiento de los datos, obteniendo de esta sus participantes, instrumentos preferidos que han sido negociados, volúmenes tranzados en USD, al mismo tiempo, se analizó los requisitos que exige la norma para los instrumentos más tranzados durante el período de análisis, así como también, los costos en los que debe incurrir para su inscripción, emisión y colocación.

## **CAPÍTULO II**

### **Revisión de la Literatura**

Según la Superintendencia de Compañías, el mercado de valores es parte del mercado financiero a donde concurren compradores y vendedores de valores bajo mecanismos previstos por la Ley de Mercado de Valores para canalizar y regular las negociaciones de estos recursos financieros que pueden acceder las empresas, el ente regulador es la Junta de Política y Regulación Financiera.

De acuerdo a Pérez, O., Rivera, A., y Solís, L. (2015), el mercado de valores es limitado, según la información de las operaciones tranzadas en las Bolsas del país, por lo que sería necesario optimizar los incentivos tributarios.

La mayoría de Pymes en el Ecuador no tienen atracción por la Bolsa, obteniendo generalmente recursos de la banca tradicional; en la gran mayoría por que sienten temor a la pérdida del control de sus empresas y por ser demasiado conservadores con la información financiera de las mismas y porque desconocen de los mecanismos que deben realizar para levantar recursos a través del mercado de valores o porque les parece demasiado complicado realizarlo (Garay, K. 2019).

Las Pymes son muy importantes, por ser productores de bienes y servicios y a la vez consumidores de insumos; y, por generar fuentes de trabajo para elaborar sus productos y servicios generando dinamismo en la economía del Ecuador (Martínez, J. 2019).



El mercado de valores juega un papel importante en un país, puesto que a partir de este se puede redistribuir los recursos más eficientes que el sistema tradicional bancario (Lituma, L. 2020). Lo anotado, nos incentiva a enfocarnos en analizar los aspectos o limitantes que detienen el crecimiento del mercado y plantear una propuesta para su desarrollo.

### **Marco Teórico**

Para una comprensión adecuada del ordenamiento lógico y secuencial que se ha realizado para el siguiente trabajo, es necesario acentuar la definición de mercado de valores y exponer una descripción y características generales de éste, como son: a) actores, b) tipos de mercado (Bursátil, Extrabursátil y Privado), c) mercado primario y mercado secundario, d) tipos de renta, y, e) instrumentos de negociación.

Así, mercado de valores se define como el sistema en el que se lleva a cabo la negociación de títulos valores, como por ejemplo acciones y bonos, entre compradores y vendedores. Su función es fundamental, ya que facilita la redistribución de los recursos financieros hacia las diferentes actividades económicas al facilitar a empresas y gobiernos una fuente directa de recursos para sus proyectos y operaciones.

### **Características Generales**

#### ***Actores del mercado***

Los principales actores, según la BVQ se detalla a continuación:

#### ***Emisores***

Los emisores son personas de derecho público o privado que levantan recursos producto de una emisión y colocación de títulos valores.

#### ***Inversionistas***

Los inversionistas son quienes acuden al mercado de valores y que cuentan con recursos económicos en búsqueda de una rentabilidad en función del riesgo propio del instrumento objeto de la inversión.

***Bolsas de valores***

Son sociedades anónimas que brindan los servicios y mecanismos necesarios para la negociación de valores en condiciones de equidad, transparencia, seguridad y precio justo.

***Casas de valores***

Son compañías anónimas autorizadas, encargadas de la intermediación de valores, asesorar en materia de inversiones, estructurar emisiones y actuar como agente colocador.

***Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores***

El depósito centralizado de compensación y liquidación de valores es la compañía anónima encargada de registrar, compensar y liquidar las operaciones realizadas con los títulos-valores.

***Calificadoras de Riesgo***

Son sociedades anónimas o responsabilidad limitada encargada de otorgar el servicio de calificación de los riesgos implícitos en los títulos-valores y a los emisores que participan en el mercado.

***Administradoras de fondos y fideicomisos***

Son instituciones que administran fondos de inversión y negocios fiduciarios que se especializan en la administración eficiente de sus fondos.

**Tipos de mercado (Bursátil, Extrabursátil y Privado)**

En el Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley Mercado Valores, artículo 3, se establece lo siguiente:

***Mercado Bursátil***

*“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”.*

### ***Mercado Extrabursátil***

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

### ***Mercado Privado***

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

## **Tipos de Mercado (Primario y Secundario)**

En el Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley Mercado Valores, artículo 29, se establece lo siguiente:

### ***Mercado Primario***

*“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***

*“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”.*

## **Tipos de renta**

### ***Renta Fija***

En el Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley Mercado Valores, artículo 30, se establece lo siguiente:

*“De los valores de renta fija y su colocación. -Valores de renta fija son aquellos cuyo rendimiento no depende de los resultados de la compañía emisora, sino que está predeterminado en el momento de la emisión y es aceptado por las partes.”*

### ***Renta Variable***

Por otro lado, el artículo 32 describe lo siguiente:

*“Valores de renta variable. -Son aquellos que no tienen un vencimiento determinado y cuyo rendimiento, en forma de dividendos o ganancias de capital, variará según los resultados financieros del emisor.”*

## **Instrumentos de Negociación**

Según la Bolsa de Valores de Quito los instrumentos financieros se refieren a los diferentes tipos de títulos valores que se negocian en el mercado de valores. En Ecuador, se negocian una variedad de instrumentos financieros, entre los principales se encuentran:

**Acciones:** Representan la propiedad parcial de una compañía y otorgan a los inversionistas derechos sobre los activos y ganancias de la misma.

**Bonos:** Son títulos de deuda emitidos por el Estado, empresas o instituciones financieras. Los bonos representan un préstamo que el emisor contrae con el inversionista y generan intereses a lo largo del tiempo.

**Certificados de depósito:** Son títulos emitidos por instituciones del sistema financiero que representan la propiedad de una suma de dinero depositada. Estos títulos generan intereses y suelen tener plazos específicos antes de que los fondos puedan ser retirados.

**Papel comercial:** Son instrumentos de deuda a corto plazo emitido por empresas, para levantar financiamiento temporal. Estos títulos tienen un plazo de vencimiento inferior a un año, por lo general de 30, 60, 90 o 180 días. Estos títulos se negocian con descuento.

## **Diagnóstico y caracterización del mercado de valores en el Ecuador en el periodo 2013-2022**

*“El Mercado de Valores del Ecuador es un mercado relativamente joven, ya que han transcurrido solamente 26 años desde la aprobación de la Ley de Mercado de Valores”* (Plusvalores, 2020).

El Mercado de Capitales ecuatoriano atraviesa una etapa lenta en su desarrollo, de ahí la poca importancia como fuente de financiamiento de inversión. Al interior del mercado, la variedad de instrumentos es reducido y carece de diversificación (Bonilla, 2006).

En este sentido, de las negociaciones realizadas durante el período 2013 – 2022, se ha obtenido la participación de dos sectores (público y privado), con pocos instrumentos que prefiere este tipo de inversionista al tranzar en el mercado de valores, así como también, cuenta con la norma que permite realizar el proceso operativo que tienen que seguir un emisor para emisión, inscripción y colocación de títulos valores, específicamente los de mayor negociación en el mercado.

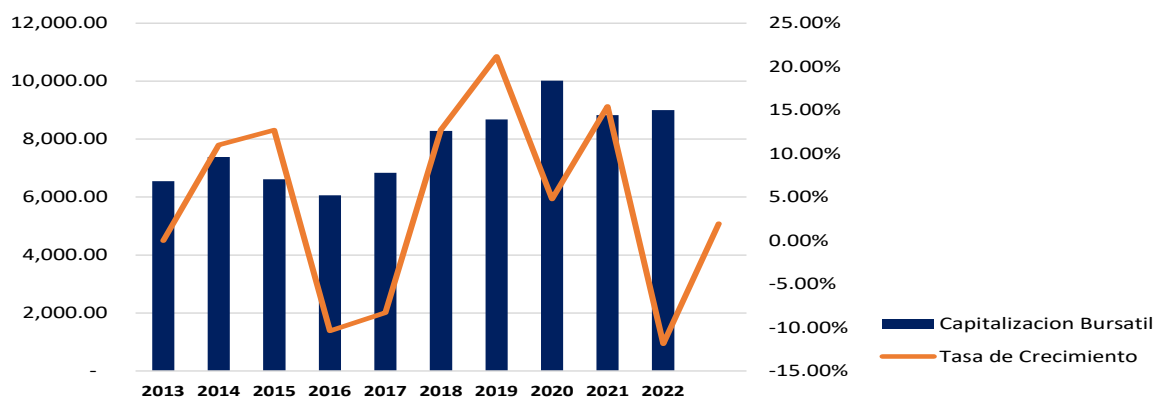
Por otro lado, el sistema bursátil ecuatoriano data de aproximadamente 30 años, con sistemas divorciados de sistemas de valores internacionales tanto a nivel operativo como legal, en el cual, existen dos entidades a cargo de la compensación y liquidación de valores con normativa diferente y discordante.

### **Capitalización Bursátil**

La Capitalización Bursátil constituye el precio de las acciones multiplicado por el número de acciones en circulación para las empresas que cotizan en bolsa (Alonso, C. 2022).

La capitalización bursátil en Ecuador, con respecto al PIB no tiene una representación significativa, traducido en un mercado poco desarrollado. A pesar de lo mencionado, es importante destacar que éste ha tenido una tendencia creciente debido al aumento de emisores y el aumento en la circulación de acciones (Castro, E. 2018).

La capitalización bursátil en el caso ecuatoriano no supera en promedio un dígito, alcanzando niveles menores al 10% del PIB mientras que en otros países latinoamericanos estos niveles están entre el 30 y 40 por ciento del PIB (Pavón, L. 2016).

**Figura 1***Tasa de capitalización bursátil 2013-2022 (millones usd)**Fuente.* Bolsa de valores Quito y Guayaquil

En el Ecuador, del año 2013 al 2017 la Capitalización Bursátil en la economía nacional representó en promedio el 6,69% mientras que para Colombia fue de 35,43% y para Perú del 38,00%.

Para el período 2017 – 2019, en los tres países la Capitalización Bursátil/PIB tuvo incremento, tales así que, para Ecuador este indicador se ubicó en promedio en 7,63%, mientras que Colombia tuvo 35,55% y Perú del 38,76%.

En la etapa 2019 - 2020, época de la crisis COVID19 se observa un incremento en este indicador, específicamente en el 2020, para Ecuador representó el 10,09%, para Colombia el 37,65% y para Perú el 38,55%. El incremento se atribuye a la necesidad de recursos urgentes que las empresas se vieron obligadas a buscar otras formas de financiamiento en este período (Molina, P, Morán, E, Molina, D & Caiza, E. 2023).

A partir del 2020, los mercados analizados (Colombia, Perú y Ecuador) muestran una tendencia decreciente para los siguientes años, así para el periodo 2021 – 2022, Ecuador presenta un indicador en promedio de 8,07%, Colombia por su parte alcanzó un indicador de 22,97% y Perú de 31,50%. Esta tendencia decreciente puede interpretarse como resultado de una desaceleración económica que se experimentó durante ese periodo.

Lo anotado muestra que, para el período analizado 2013 – 2022, la Capitalización Bursátil/PIB en el caso ecuatoriano representó en promedio el 7,49% mientras que para Colombia fue del 33,18% y para Perú del 36,91%.

### **Antecedentes de la creación o aparición de la vida jurídica del Sistema Bursátil**

Para el apartado de antecedentes del desarrollo del mercado de valores, se ha utilizado tesis de maestrías anteriores relacionadas con el tema de nuestro trabajo, información disponible en la página web de la Super de Compañías y de las Bolsas de Valores del país, de las cuales, se ha obtenido un resumen de los hechos más relevantes a través del tiempo sobre el desarrollo del Sistema Bursátil en el Ecuador. Sobre la información documental revisada, se ha podido describir situaciones y eventos ocurridos que dieron origen de diferente manera al sistema bursátil ecuatoriano, permitiendo ahondar de manera amplia en los sucesos acontecidos y que ha permitido recoger información suficiente para presentar con un orden cronológico el desarrollo u origen de la vida jurídica del sistema bursátil ecuatoriano.

### **Identificación de los problemas y limitantes del desarrollo del Mercado de Valores**

La identificación de los problemas y limitaciones al crecimiento del Mercado de Valores ecuatoriano, han sido extraídas de tesis de maestrías anteriores relacionadas con el tema de nuestro trabajo, de la normativa del mercado de valores, de donde se ha realizado un análisis descriptivo identificando potenciales problemas y limitaciones.

También dentro del análisis se realizó encuestas semiestructuradas a representantes de Casas de Valores y de la Bolsa de Valores de Guayaquil, como participantes directos en el sistema del mercado, a fin de contar con su percepción acerca de los problemas y limitaciones.

De las encuestas, investigación y análisis realizados, se identificaron varios problemas y limitaciones que enfrenta el Mercado de Valores ecuatoriano para su desarrollo.

### **Justificación e importancia**

Se basa en la información que se ha obtenido de internet sobre Tesis relacionadas con el tema materia de nuestro trabajo, aquellas que han mostrado los beneficios de contar con un Mercado de Valores desarrollado, su aporte para la economía, así como otros beneficios que otorga este Mercado.

Por otra parte, se ha obtenido información de la plataforma Bloomberg acerca de la capitalización bursátil de otros países como Colombia y Perú, y de la Bolsa de Valores de Quito en el caso de Ecuador, la cual muestra la participación del sector privado y su aporte en la economía de cada país.

Además, se ha obtenido información de encuestas a representantes de Casas de Valores y de la Bolsa de Valores de Guayaquil, acerca de la importancia de contar con un Mercado de Valores desarrollado y los beneficios que esto representa.

### **Participación en el Mercado de Valores**

Se ha obtenido de la información estadística y publicaciones de las Bolsas de Valores del país de los últimos 10 años (2013 – 2022), de las cuales se determinó la participación de los actores del mercado.

Por otra parte, se consiguió información de las Bolsas de Valores del país, del Catastro Público del Mercado de Valores y de la Superintendencia de Compañías, de empresas registradas en Bolsa, de donde se extrajo información para determinar el tipo de inversionista que participó durante el período de análisis.

### **Negociación de instrumentos en el Mercado de Valores**

Se obtuvo de la información estadística y publicaciones de las Bolsas de Valores del país, de los últimos 10 años (2013 – 2022), de las cuales se determinó el volumen negociado.

Así también, el análisis nos mostró cuanto se ha negociado por instrumentos, de títulos emitidos por el Sector Privado y el Sector Público.

### **Sistemas de negociación bursátil**

Para el análisis se realizó encuestas a representantes de Intermediarios de Valores y de la Bolsa de Valores de Guayaquil, para conocer de mano de éstos, cuáles son los aspectos positivos o aspectos a mejorar en las formas y el uso de los sistemas para el cierre de operaciones bursátiles. De las encuestas realizadas se obtuvo de manera escrita los aspectos operativos que podrían mejorarse, mismas que de manera general coinciden en sus apreciaciones.

### **La Normativa y aspectos importantes a considerar en pro de desarrollar el mercado.**

Es importante conocer el mecanismo legal que debe cumplir un título valor para que sea legalmente constituido, la fuente de esta información es la Ley de Mercado de Valores y el Catastro Público del Mercado de Valores.



Los participantes del mercado e instrumentos negociados, que fueron analizados en el período de los últimos 10 años, nos incentivaron a conocer todos los aspectos legales que debe cumplir y así puedan ser negociados sobre todo los instrumentos preferidos por los participantes.

Así también, nos apoyamos con profesionales del derecho para conocer el proceso que se debe seguir dentro del marco legal para poder emitir un título valor.

### **CAPITULO III**

#### **Metodología**

Se describe cómo se abordaron los objetivos de la investigación, mediante la cual, se busca elaborar una propuesta que promueva el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano a través de la identificación de las causantes que limitan su crecimiento. Este propósito se desglosa en objetivos específicos, los cuales abarcan el análisis de la participación de los actores del mercado de valores, la identificación de las preferencias de instrumentos de los inversionistas, la determinación de procesos técnicos y operativos que obstaculizan el mercado, la identificación de puntos en la normativa que puedan ser mejorados y la formulación de propuestas concretas para resolver obstáculos operativos y legales.

La naturaleza descriptiva de esta investigación implica una observación y análisis profundos y los factores que lo influyen. A través de este enfoque, se busca comprender detalladamente las dinámicas y las problemáticas que están afectando su desarrollo. La información recopilada se utiliza como base para fundamentar la propuesta de solución que se plantea como objetivo central de este estudio.

#### **Enfoque de la investigación**

Para abordar la pregunta central de esta investigación se utilizó un enfoque mixto que combina elementos cualitativos y cuantitativos con la finalidad de obtener una comprensión holística y profunda de los diversos aspectos que influyen en el desarrollo del mercado.

La investigación cualitativa, bajo el método descriptivo, permite explorar en detalle los acontecimientos ocurridos a través del desarrollo del mercado bursátil, así como captar las percepciones, opiniones y experiencias de los actores clave. Mediante entrevistas semiestructuradas y análisis de contenido, se podrán capturar matices y/o perspectivas que no

podrían ser abordados exclusivamente a través de datos numéricos. Además, este enfoque cualitativo será valioso para identificar puntos en la norma que no permiten la dinamización del mercado y para contextualizar y enriquecer los hallazgos cuantitativos.

Por otro lado, la investigación cuantitativa será esencial para recopilar, procesar y cuantificar aspectos como la participación de los compradores y vendedores en el mercado, así como la negociación de diferentes tipos de instrumentos. Esta cuantificación proporcionará una base numérica sólida para respaldar el análisis de los patrones de participación y preferencias de inversión. Los datos cuantitativos también serán valiosos para identificar tendencias a lo largo del tiempo y realizar comparaciones significativas.

### **Diseño de la Investigación**

Se muestra las etapas clave y los pasos para recopilar y analizar los datos. El diseño de investigación se estructura en una combinación estratégica de métodos cualitativos y cuantitativos que se despliegan en varias etapas, con el propósito de abordar integralmente la identificación de las limitaciones y problemas del mercado.

En esta fase inicial, se realizó una revisión profunda de la literatura relacionada con el mercado de capitales ecuatoriano y su desarrollo. Esto permitió tener una base sólida para comprender las dinámicas y los desafíos del mercado. Además, se realizaron entrevistas exploratorias con expertos en el campo y representantes de Casas de Valores para elaborar cuestionarios y obtener a partir de estos, perspectivas clave sobre los problemas y limitaciones existentes.

En la segunda etapa de la investigación se realizó entrevistas semiestructuradas a Casas de Valores y Bolsa de Valores de Guayaquil, para obtener de parte de estos, su criterio respecto de las limitaciones para el desarrollo del mercado, de carácter técnico, legal, así como la importancia de contar con un mercado de valores desarrollado; y, potenciales soluciones para desarrollar el mercado. Por otra parte, se efectuó la recopilación de datos cuantitativos a partir de fuentes secundarias, como las Bolsas de Valores y la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros con el objetivo de identificar y cuantificar la participación de los involucrados en el mercado, así como la negociación de distintos tipos de instrumentos mediante el análisis de datos históricos y actuales, permitiendo identificar tendencias y patrones significativos.

Los resultados cuantitativos y cualitativos fueron integrados para obtener una visión completa de la problemática. Con base en los hallazgos obtenidos, se procedió a la formulación de

propuestas concretas para el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano respaldadas por evidencia y contexto.

Las propuestas formuladas fueron sometidas a una validación mediante consultas adicionales con expertos y actores clave en el mercado. Este diseño de investigación integrado permitirá una comprensión profunda y equilibrada de la problemática y las oportunidades del mercado de valores ecuatoriano.

### **Método de Análisis**

El método de análisis principal será el método descriptivo. Esto implica la presentación a manera de resumen sobre los pronunciamientos de los actores del mercado entrevistados, en cada apartado según corresponda, y resúmenes de los datos recopilados en forma de gráficos, tablas y estadísticas descriptivas con la finalidad de resaltar tendencias, distribuciones y patrones observados en los datos.

### **Variables de Estudio**

Para el estudio se han considerado variables estimadas como fundamentales para la elaboración del cuestionario que se utilizó en las entrevistas, y para el análisis cuantitativo y cualitativo, a fin de alcanzar los objetivos de la investigación.

Para el cuestionario semiestructurado:

- ✓ Cales han sido las limitantes para el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano de carácter técnico y legal.
- ✓ La importancia de contar con un mercado de valores desarrollado
- ✓ Potenciales soluciones para desarrollar el mercado.

Para el análisis cuantitativo y cualitativo:

- ✓ Capitalización Bursátil: Esta variable muestra el valor total de todas las acciones de una empresa que cotiza en Bolsa.
- ✓ Montos Negociados Valor Efectivo por Sector: Esta variable examina la cantidad de dinero que se negocia en cada sector del mercado. Permite identificar patrones de inversión y las áreas que atraen más actividad financiera.

- ✓ Montos Negociados en Renta Fija y Variable: Esta variable se divide en dos subvariables: a) Monto Negociado Renta Fija: Aquí se analiza la cantidad de inversión realizada en instrumentos de renta fija. Esto puede ser indicativo de la demanda de activos menos riesgosos en el mercado. b) Monto Negociado Renta Variable: Esta subvariable se enfoca en la cantidad de transacciones y la inversión efectuada en acciones de una compañía. Ayuda a evaluar la actividad y el interés en acciones.
- ✓ Títulos de Renta Fija más Negociados: Este análisis se centrará en los títulos de renta fija que experimentan una mayor actividad de negociación. Identificar estos títulos muestra las preferencias de inversión sus participantes.
- ✓ Principales Instituciones en Negociación Renta Variable: En esta variable, se examinarán las instituciones financieras o inversores clave que participan activamente en la negociación de acciones. Esto puede proporcionar una visión de las fuerzas impulsoras detrás de su actividad.
- ✓ Factores Regulatorios: Esta variable aborda la influencia de las leyes y regulaciones gubernamentales en el mercado financiero. Los factores regulatorios pueden incluir cambios en las políticas fiscales, regulaciones financieras, normativas de seguridad y cualquier otro aspecto legal que pueda afectar el funcionamiento y la actuación de sus participantes.

### **Recopilación de Datos**

Para la recopilación de datos se combinó métodos cuantitativos y cualitativos para obtener una visión integral de la problemática y las oportunidades del mercado de valores ecuatoriano. Se utilizaron las siguientes estrategias:

*Datos Cualitativos:* De manera general, se recolectó documentos digitales de fuentes secundarias de tesis relacionadas con el objeto de la investigación, de la página web de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, y de la Ley de Mercado de Valores. Esta información permitió desarrollar de manera cronológica los hechos acontecidos durante el desarrollo de la vida jurídica del mercado de valores ecuatoriano, así también, posibilitó identificar aspectos dentro de la norma que influyen en la participación de los actores del mercado.

*Encuestas Semiestructuradas:* Se desarrollaron encuestas semiestructuradas dirigidas específicamente a representantes de Casas de Valores y de la Bolsa de Valores de Guayaquil, para obtener información de fuentes primarias. Estas encuestas permitieron conocer su criterio respecto de las limitaciones y problemas que atraviesa el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano, tanto de carácter técnico como legal, así como también, su opinión acerca de la importancia de contar con un mercado de valores desarrollado; y, potenciales soluciones para desarrollar el mercado.

*Datos Cuantitativos:* Se recopilaron datos numéricos de fuentes secundarias, como informes de las Bolsas de Valores y la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Estos datos incluyen información numérica de todas las transacciones cerradas en mercado bursátil, con la participación de cada sector en el mercado, así como la negociación de distintos tipos de instrumentos.

### **Muestra**

Concentra todas las transacciones cerradas en el mercado bursátil durante los últimos 10 años (2013 – 2022).

### **Procedimiento**

El procedimiento se llevó a cabo en las siguientes etapas:

*Preparación:* Se seleccionó la información digital de tesis relacionadas con el objeto de la investigación, se elaboraron los cuestionarios de encuestas semiestructuradas y se definieron los indicadores clave para el levantamiento de los datos cuantitativos.

*Recolección de Datos Cualitativos:* Se obtuvieron textos digitales de las fuentes secundarias ya referidas, acerca de los temas objeto de la investigación, así como de los aspectos que influyen en la participación de los actores.

*Encuestas Semiestructuradas:* Se contactó a los representantes de Casas de Valores y Bolsa de Valores de Guayaquil para participar en las encuestas. Las entrevistas se realizaron por medio de llamadas telefónicas y se registraron para su procesamiento.

**Recolección de Datos Cuantitativos:** Se extrajeron datos numéricos de las fuentes secundarias mencionadas, enfocándose en la participación sectorial y la negociación de instrumentos.

**Análisis de Datos Cualitativos:** Se realizó un análisis de los acontecimientos cronológicos del desarrollo del mercado bursátil, y se contrastó las respuestas de las encuestas entre sí, observando la percepción con independencia, obteniendo contestaciones similares de parte de los actores.

**Análisis de Datos Cuantitativos:** Se realizó un análisis exhaustivo de los datos recopilados, centrándose en la participación sectorial y la compra/venta de instrumentos financieros. Se resaltó la dinámica sobre el tipo de renta negociado en el mercado de valores ecuatoriano a lo largo de un período de 10 años.

**Análisis de Normativa Legal y Procesos Operativos:** Se examinó detalladamente la normativa identificando limitaciones y obstáculos que afectan los procesos operativos y la interacción con sistemas globales y agencias de compensación internacionales. Se analizó cómo las discordancias normativas entre instituciones como Decevale S.A. y el Depósito Centralizado de Valores del BCE generan incoherencias en el mercado.

**Análisis de Costos de Emisión y Colocación:** En esta fase, se categorizó a las empresas emisoras según estándares de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Se seleccionaron muestras aleatorias dentro de cada categoría y se recopilaron datos de prospectos en los sitios web de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil. Se realizó un análisis exhaustivo de los costos involucrados en las emisiones, desglosándolos en diversas áreas, como tasas de interés y calificaciones crediticias. Se exploraron las implicaciones financieras y estratégicas, resaltando los desafíos y diferencias específicas para PyMEs en comparación con grandes empresas.

En este capítulo se describió la metodología que guio la investigación, identificando sus limitaciones y proponiendo soluciones efectivas. La elección del enfoque mixto, que combina métodos cualitativos y cuantitativos, se fundamenta en la necesidad de abordar de manera integral y profunda las diversas dimensiones del mercado.

El procedimiento integró recopilación y análisis de datos históricos, la obtención de información a través de encuestas semiestructuradas y la identificación de patrones y tendencias en el mercado de valores ecuatoriano. Además, se profundizó en el análisis de costos

de emisión y colocación de valores, así como en el examen de la normativa legal y los procesos operativos que afectan el desarrollo del mercado. Esta metodología multifacética brindó una visión completa de las limitaciones en los procesos técnicos y operativos, aspectos fundamentales para la formulación de recomendaciones destinadas a mejorar el entorno financiero y estimular el desarrollo del mercado en el país.

## CAPITULO IV

### Resultados

Los resultados obtenidos del análisis efectuado se muestran a continuación:

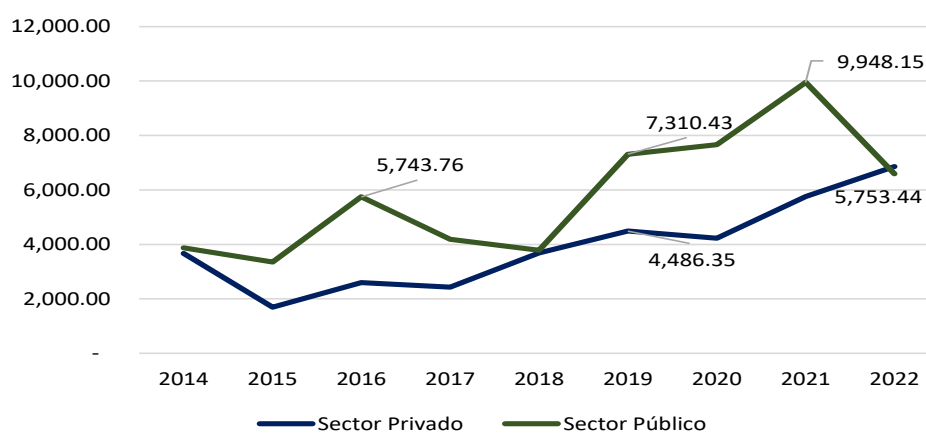
#### Análisis de la Participación del sector público y privado en el Mercado Bursátil

Al analizar los valores negociados, se destaca a nivel general una consistente tendencia a lo largo de los años: una mayor participación y volumen de transacciones del sector público.

Así, del período analizado (2013 – 2022) se observa que, en el año 2021, los montos transados del sector público alcanzaron su nivel máximo el cual ascendió a USD 9.948,15 millones, en tanto que el sector privado alcanzó los USD 5.753,44 millones durante el mismo periodo.

**Figura 2**

*Montos negociados valor efectivo por sector 2013-2022(millones USD)*



*Fuente.* Bolsa de valores Quito y Guayaquil

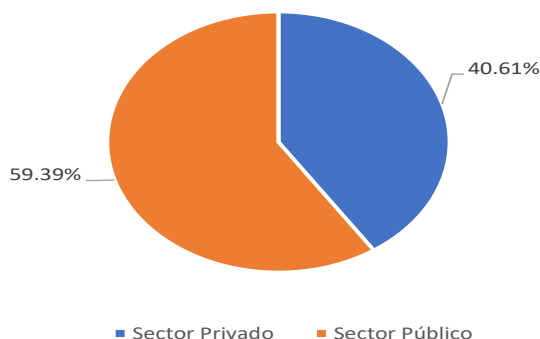
De manera general, se observa que el sector público ha participado en mayor proporción que el sector privado a excepción de los años 2018 y 2022, pues en el primero participaron aproximadamente iguales cercanos al 50% (USD 3.786,07 millones (S. Público) y USD 3.688,71 millones (S. Privado)), y en el segundo, por primera vez el sector privado participó con mayor volumen tranzado con el 51,0% (USD 6.593,23 millones (S. Público) y USD 6.858,41 millones (S. Privado)).

Si bien el sector privado durante el período 2013 – 2022 ha crecido en promedio 24,6% mientras que el sector público en 23,9%, la participación en volúmenes negociados se mantiene como el sector público con mayor protagonismo pues a negociado el 59,39% (USD 54.390,25 millones) y el sector privado con el 40,61% (USD 37.189,01 millones). Lo anotado muestra que, para el período analizado 2013 – 2022, el sector público participó en promedio con el 59,39% y el sector privado con el 40,61%.

Este análisis muestra el incremento de participación del sector privado como comprador en los últimos años, lo que no significa que lo haya hecho como emisor.

**Figura 3**

*Porcentaje de participación por sector 2013-2022*



*Fuente:* Bolsa de valores Quito y Guayaquil

### **Negociación de instrumentos en el Mercado de Valores**

Se considera valores a los títulos que se negocian en el mercado de valores, todas estas operaciones se pueden evidenciar mediante títulos, anotaciones en cuentas o en registros contables. El título valor que se negocia puede encontrarse como una participación patrimonial en la entidad emisora, o a su vez, un crédito en beneficio del titular, obteniendo como resultado un pasivo para quien lo emite (Cadena, J; Pinargote, H & Solórzano, K. 2018).



Para que un título - valor negociado sea reconocido debe ser identificado por el Consejo Nacional de Valores y, según su clasificación, se pueden encontrar valores de renta fija y de renta variable (Bolsa de Valores de Quito, 2017).

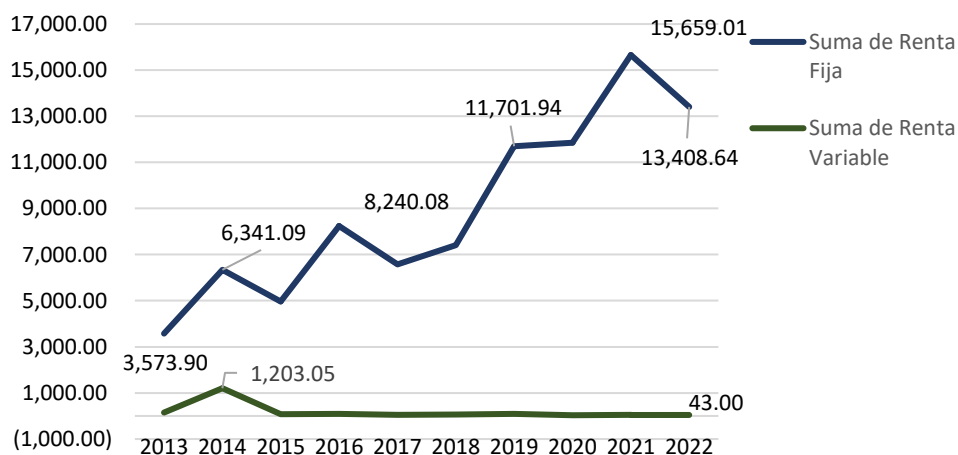
A continuación, consta un análisis comparativo de las transacciones realizadas en el mercado bursátil ecuatoriano, clasificadas por tipo de renta, durante el periodo comprendido entre 2013 y 2022.

El monto bursátil negociado a nivel nacional ha mantenido una trayectoria inestable durante los últimos años, sin presentar una tendencia específica. Pero, es importante destacar que son las transacciones de renta fija las que predominan en el Mercado de Valores ecuatoriano.

Durante estos últimos 10 años, en promedio se ha transado un monto correspondiente a renta fija que asciende a USD 8.973,16 millones anuales, mientras que las transacciones de renta variable ascienden a un monto promedio anual de USD 184,77 millones de dólares.

**Figura 4**

*Comparación montos negociados en renta fija y variable 2013-2022 (millones usd)*



*Fuente.* Bolsa de valores Quito y Guayaquil

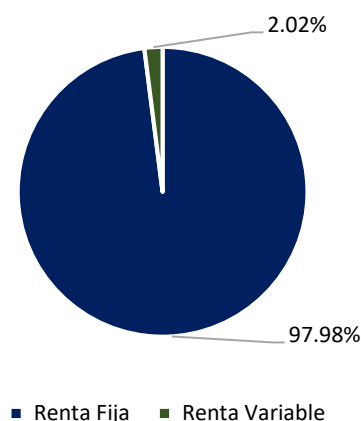
El mayor volumen negociado de renta variable corresponde al período 2013 – 2018 (6 años) donde se cerraron transacciones por el 88,51% del total negociado, y el 11,49% para el período 2019 – 2022 (4 años), en contraste con los títulos de renta fija, donde la mayor parte de sus negociaciones corresponden al período 2019- 2022 (4 años) donde se cerró el 58,65% de sus transacciones y el 41,35% en el período 2013 - 2018 (6 años).

Sobre lo detallado, a nivel global, se observa una marcada concentración en el mercado de renta fija, representando un 97,98% (USD 89.731,59 millones) del total negociado en estos últimos 10 años, en contraste con el mercado de renta variable, que constituye solo un 2,02%

(USD 1,847,68 millones). Esta alta concentración puede atribuirse en parte a la presencia de empresas de tamaño medio y pequeño en el país, las cuales se caracterizan por su cultura corporativa familiar. Estas empresas suelen evitar la apertura de su capital accionario debido a las implicaciones que conlleva, como la cesión del control de la compañía y el cumplimiento de requisitos de información más rigurosos.

**Figura 5**

*Porcentaje Participación Montos negociados Renta Fija y Variable 2013-2022.*



*Fuente.* Bolsa de valores Quito y Guayaquil

### **Análisis de las Transacciones Bursátiles de Renta Fija**

En el análisis se examina el comportamiento de las negociaciones de este tipo de instrumentos durante el periodo 2013-2022.

En el año 2014 el crecimiento en las negociaciones de renta fija (incremento del 77,43% respecto del 2013) estuvo marcado por tres grandes movimientos:

*“la venta de Produbanco al Grupo Promérica por USD 130 millones, la venta de Lafarge Ecuador a la cementera peruana Unacem por USD 517 millones y la venta del Holding Tonicorp al grupo Arca Continental por USD 335,8 millones”* (Globalratings,2020).

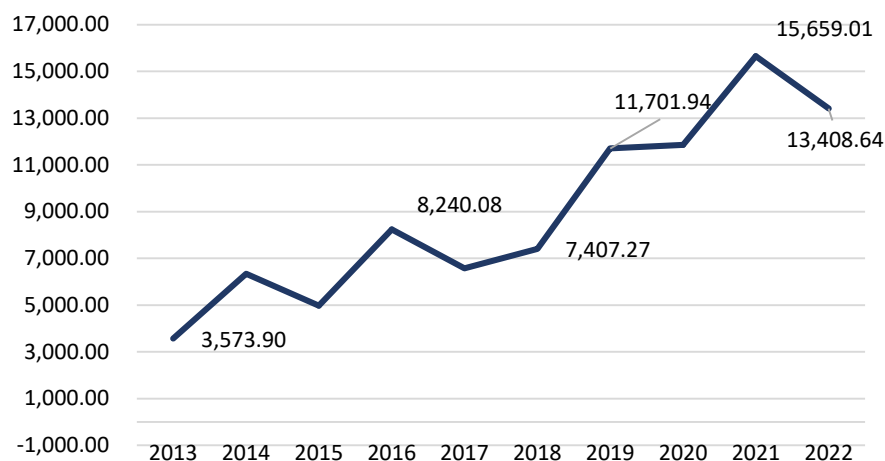
En 2018, se negociaron USD 7.407 millones en renta fija, lo que representa un incremento del 12,67% respecto del año anterior. Este aumento se debió al creciente interés del sector financiero privado en negociar certificados de depósitos.

Al cierre de 2019, el monto negociado a nivel nacional incrementó en 57,98% con respecto al monto registrado en 2018, y alcanzó los USD 11.701,94 millones.

Para el 2022 se observa una disminución del 14,37% en las negociaciones respecto del año 2021 alcanzando estas un monto de USD 13.408,64 millones.

**Figura 6**

*Monto negociado renta fija 2013-2022 (millones usd)*



*Fuente.* Bolsa de valores Quito y Guayaquil

### **Análisis de las Transacciones Bursátiles de Renta Fija por instrumento**

Durante el periodo 2013-2022, se observa que se negociaron aproximadamente 19 tipos de valores de renta fija. Sin embargo, solamente un grupo reducido de 6 instrumentos concentra en promedio el 85,85% del volumen total transado. Esto indica que existe una preferencia clara por estos instrumentos, lo cual puede estar relacionado con su liquidez, rendimiento y percepción de riesgo.

Los instrumentos más tranzados son: Certificados de Tesorería, Certificados de Inversión, Certificados de Depósito, Papel Comercial, Obligaciones Corporativas y Bonos del Estado.

De los títulos más tranzados, al cierre del 2022, considerando solamente negociaciones de dicho año, los Certificados de Depósito, Certificados de Inversión y Certificados de Tesorería destacaron como los valores más negociados en el mercado bursátil, representando el 82,99% del volumen total. Les siguen en importancia el Papel Comercial, las Obligaciones Corporativas y los Bonos del Estado, con el 17,01% de participación.

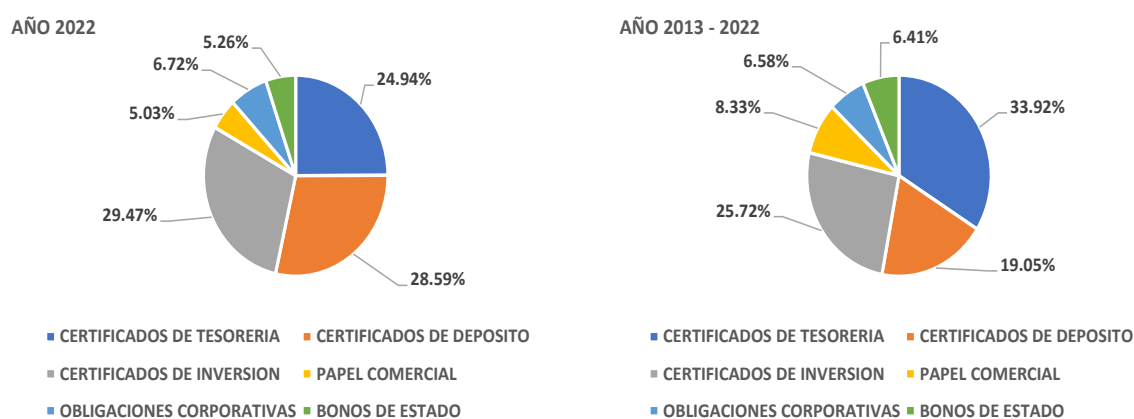
Según (Albuja, I. 2013), los títulos de renta fija más importantes son las obligaciones y los papeles comerciales. Lo mencionado por Albuja se ha corroborado respecto de Obligaciones Corporativas y Papel Comercial que se encuentran dentro de los títulos más negociados durante el período de análisis.

Respecto al total del volumen (USD) negociado durante todo el período analizado 2013 – 2022, la tendencia es similar a lo ocurrido durante el año 2022, es decir, la concentración de los tres títulos: Certificados de Depósito, Certificados de Inversión y Certificados de Tesorería se encuentra en 78,69%, seguido de las Obligaciones Corporativas, Papel Comercial y Bonos del Estado con el 21,31% determinando que los instrumentos referidos constituyen la preferencia de los participantes del mercado.

De los instrumentos más negociados, el 44,04% de éstos, son emitidos por el Sector Financiero, el 40,69% por el Sector Público y apenas el 15,27% por el sector privado empresarial donde se incluyen las Pymes.

**Figura 7**

*Porcentaje de Títulos de renta fija más negociados 2013-2022 (millones USD)*



*Fuente:* Bolsa de valores Quito y Guayaquil

### **Análisis de Transacciones Bursátiles de Renta Variable**

Las acciones juegan un papel importante como instrumentos de renta variable. Las empresas emiten acciones con el propósito de recaudar fondos del público, lo que les permite financiar proyectos sin incurrir en deudas a futuro. Aunque en el mercado nacional predominan las transacciones de títulos de renta fija, es importante fomentar el uso de acciones para el desarrollo del Mercado de Valores ecuatoriano.

Observamos que únicamente 54 instituciones participaron activamente de 304 que se encuentran inscritas como emisoras en el Catastro Público del Mercado de Valores, es decir, apenas el 17,76% de las instituciones participaron en Bolsa.

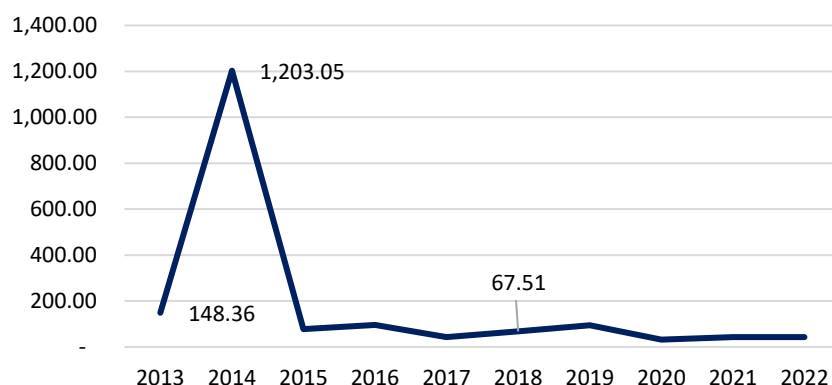
En 2014, las negociaciones de los instrumentos de renta variable se incrementaron en USD 1.054,68 millones respecto del 2013 debido a importantes transacciones, como la venta de Produbanco, Lafarge Ecuador y Tonicorp, que tuvieron un impacto significativo en el mercado. Este año registró el mayor volumen tranzado durante todo el período, pues para el resto no sobrepasó los 3 dígitos.

En 2018, el mercado de renta variable experimentó un aumento significativo en el volumen negociado, alcanzando los USD 67,51 millones de dólares respecto del 2017 que cerró en USD 42,48 millones.

El volumen transaccional total de acciones negociadas por instituciones privadas y empresas del sector mercantil asciende a USD 1.847,68 millones durante el periodo analizado 2013-2022.

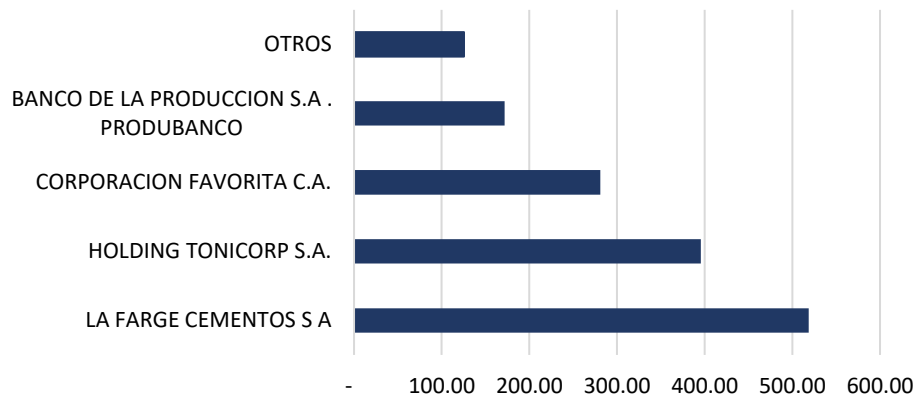
**Figura 8**

*Monto Negociado Renta Variable años 2013-2022 (millones USD)*



*Fuente.* Bolsa de valores Quito y Guayaquil

Durante el periodo analizado, las empresas líderes en la negociación de valores en acciones a nivel nacional fueron La Farge Cementos, Holding Tonicorp, Corporación La Favorita y el sector financiero liderado por Produbanco, quienes representaron el 73,98% equivalente a un monto de US USD1.367,00 millones del total negociado que corresponde a USD 1.847,68 millones. Por tanto, 4 entidades negocian las 3/4 partes de lo negociado en el período de análisis donde no se encuentran ni las pequeñas ni medianas empresas (Pymes).

**Figura 9***Principales Instituciones en negociación renta variable 2013-2022*

*Fuente.* Bolsa de valores Quito y Guayaquil

Es decir, de 54 instituciones que han participado durante el período de análisis, solo 4 entidades abarcan el mercado con negociaciones que alcanzan el 73,98% y el resto que constituyen 50 empresas negocian el 26,02%, evidenciándose su bajo nivel de participación. Este nivel de negociaciones muestra que la gran mayoría de emisores ni siquiera participó durante los 10 años que fue objeto del presente análisis.

### **Procesos técnicos y operativos del Mercado que limitan su crecimiento**

#### ***Los Procesos Técnicos***

En las encuestas realizadas, se ha podido conocer que el sistema bursátil ecuatoriano data de aproximadamente 30 años, el cual, tiene operatividad con el sistema Windows, pero hoy en día los mercados utilizan otros sistemas operativos para la interconexión de sus sistemas y plataformas, por ejemplo: Unix, GNU/Linux, entre muchos más, que hoy por lo general estos se pueden enlazar entre sí. En este sentido, el sistema operativo de las Bolsas puede presentarse como una limitante para una conexión con plataformas bajo otros sistemas operativos a nivel local o con plataformas de diseño y manejo internacional.

Por otro lado, existen dos instituciones que realizan las tareas de compensación y entrega de valores, una es Decevale S.A., una empresa autorizada y controlada por la Supercias, que presta los servicios de resguardo, desmaterialización, agente de pago, llevar el registro a nombre de acciones y accionistas; y, la segunda es el Depósito Centralizado de Valores (DCV- BCE), cuya responsabilidad es procesar y registrar electrónicamente las operaciones de transferencia realizadas en las bolsas de valores y el mercado extrabursátil. Según el COMIF, el Banco

Central actúa como la cámara de compensación y cancelación de Valores. Ambas instituciones tienen sus propias regulaciones, que en algunos casos son divergentes, lo que crea una brecha entre ellas y limita su contribución al desarrollo del mercado en términos de competencia.

La normativa legal vigente no contempla el uso de agencias de compensación y pago internacional como Euroclear y Clearstream, y, por tanto, los sistemas bursátiles no mantienen ninguna relación ni actividad operativa con estas agencias en el proceso de compra – venta, compensación y cancelación de valores.

Tanto Euroclear como Clearstream aunque no son las únicas, son agencias autorizadas por el International Organization for Standardization para otorgar un número ISIN (international securities identification number) a títulos valores, cuyo propósito es identificar valores internacionales que verifica la veracidad de los mismos.

En el 2013, el International Organization for Standardization publicó una norma con estándares (ISO 61666), en la cual se estipula que, para emisiones de deuda doméstica, la agencia autorizada para emitir el número ISIN es la agencia del país en donde el colocador se encuentra ubicado, y para las emisiones internacionales, la agencia autorizada es aquella donde se ubica el depósito de valores.

Para el caso ecuatoriano entonces, los valores con ISIN domésticos podrían ser homologados para su transacción en el mercado internacional, siempre y cuando las agencias de compensación local sea un miembro pleno del grupo de agencias que otorgan número de identificación. En este sentido, hoy en día Decevale puede asignar un número ISIN que puede ser reconocido a nivel internacional (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2023), aunque el DCV-BCE no forman parte de este grupo, lo cual, definitivamente limita la participación del mercado internacional y la negociación con instrumentos locales.

A esto debe sumarse que, para la negociación en el mercado internacional, el mismo exige requisitos técnicos y legales que el mercado local no, o por lo menos no en el mismo rigor, por ejemplo.

- Un prospecto país/riesgo/entidad con la realidad económica, financiera, política y jurídica.
- Road Show que permite realizar las presentaciones de la emisión.
- Contratos de Fiducia que protejan al inversionista de riesgos por falta de liquidez, de no pago o de default u otros.

- Contrato de la operación que adicional a las condiciones financieras, obligaciones y derechos del emisor debe contener, jurisdicción y ley aplicable para solución de controversias.
- Calificación otorgada por una Agencia Calificadora Internacional al emisor y al instrumento (Al menos 2 común internacionalmente).
- Agente fiduciario, encargado de procesar y resolver asuntos relacionados con valores.

Todos estos requisitos, aunque no son los suficientes, son necesarios para que un inversionista internacional tenga la garantía e interés de invertir en instrumentos locales.

Como se puede apreciar los sistemas y las 2 instituciones de compensación, muestran limitantes de carácter operativo y normativo para ejecutar operaciones bursátiles con el mercado internacional, lo que definitivamente no ayuda a desarrollar el mercado.

### ***De los procesos operativos***

Del período analizado se determinó que el mercado de valores ecuatoriano presenta una concentración en negociaciones de títulos de renta fija (97,98%), del cual, presenta una agrupación corta de 6 instrumentos, de estos el Sector Financiero la lidera como emisor con el 44,04%, el Sector Público con el 40,69% y apenas el 15,27% por el sector empresarial donde se incluye las Pymes.

Lo anterior permite identificar que una de las causantes del limitado crecimiento del mercado obedece a la poca participación de actores privados dentro del mismo, por lo cual, procederemos a analizar los procesos técnicos operativos señalados en la normativa legal vigente, en los cuales incurre el sector privado al momento de decidir participar como emisor dentro del ámbito bursátil.

A partir del análisis realizado de las transacciones de los instrumentos de renta fija, se observa la preferencia por 6 instrumentos en los cuales se concentra el 85,85% del total negociado (USD 89.731,59 millones), de éstos los instrumentos emitidos por el sector empresarial donde se incluye las Pymes alcanzan USD 11.763,62 millones en Papel Comercial y Obligaciones Corporativas, que corresponden apenas el 15,27%, por tanto, realizamos un análisis de los requisitos que se deben cumplir ante el ente regulador previo a efectuar una emisión con la finalidad de mostrar el largo proceso y sin número de requerimientos que deben presentar para emitir estos instrumentos.

Así, en el título XVII del Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II de la Ley de Mercado de Valores se determina el proceso para Emisión de Obligaciones:



**Art. 160.-Definición.** - Obligaciones son valores de contenido crediticio representativos de deuda a cargo del emisor que podrán ser emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador, y por quienes establezca la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, con los requisitos que también sean establecidos por la misma en cada caso.

La emisión de obligaciones se instrumentará a través de un contrato que deberá elevarse a escritura pública y ser otorgado por el emisor y el representante de los tenedores de obligaciones, y deberá contener los requisitos esenciales determinados por la Junta de Regulación de Mercado mediante norma de carácter general.

La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo. En este último caso se tratará de papeles comerciales. Los bancos privados no podrán emitir obligaciones de corto plazo.

Se entenderá que son obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento.

**Art. 164.-Del proceso de emisión.** -La junta general de accionistas o de socios, según el caso, resolverá sobre la emisión de obligaciones. Podrá delegar a un órgano de administración la determinación de aquellas condiciones de la emisión que no hayan sido establecidas por ella, dentro del límite autorizado.

La emisión de obligaciones deberá efectuarse mediante escritura pública. El contrato de emisión de obligaciones deberá contener tanto las características de la emisión como los derechos y obligaciones del emisor, de los obligacionistas y de la representante de estos últimos. Dicho contrato contendrá a lo menos las siguientes menciones:

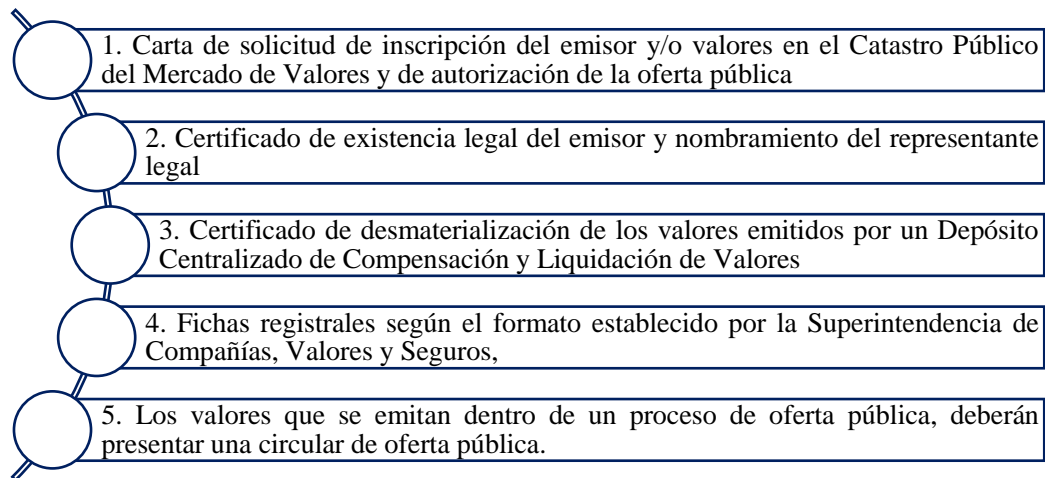
- a) Nombre y domicilio del emisor, fecha de la escritura de constitución de la compañía emisora y fecha de inscripción en el Registro Mercantil, donde se inscribió;
- b) Términos y condiciones de la emisión, monto, unidad monetaria en que ésta se exprese, rendimiento, plazo, garantías, sistemas de amortización, sistemas de sorteos y rescates, lugar y fecha de pago, series de los títulos, destino detallado y descriptivo de los fondos a captar;
- c) Indicación de la garantía específica de la obligación y su constitución, si la hubiere;
- d) En caso de estar representada en títulos, la indicación de ser a la orden o al portador;

- e) Procedimientos de rescates anticipados, los que sólo podrán efectuarse por sorteos u otros mecanismos que garanticen un tratamiento equitativo para todos los tenedores de obligaciones;
- f) Limitaciones del endeudamiento a que se sujetará la compañía emisora;
- g) Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones a que se sujetará el emisor mientras esté vigente la emisión, en defensa de los intereses de los tenedores de obligaciones, particularmente respecto a las informaciones que deben proporcionarles en este período; al establecimiento de otros resguardos en favor de los obligacionistas; al mantenimiento, sustitución o renovación de activos o garantías; facultades de fiscalización otorgadas a estos acreedores y a sus representantes;
- h) Objeto de la emisión de obligaciones;
- i) Procedimiento de elección, reemplazo, remoción, derechos, deberes y, responsabilidades de los representantes de los tenedores de obligaciones y normas relativas al funcionamiento de las asambleas de los obligacionistas;
- j) Indicación del representante de obligacionistas y determinación de su remuneración;
- k) Indicación del agente pagador y del lugar de pago de la obligación y, determinación de su remuneración;
- l) El trámite de solución de controversias que, en caso de ser judicial será en la vía verbal sumaria. Si, por el contrario, se ha estipulado la solución arbitral, deberá constar la correspondiente cláusula compromisoria conforme a la Ley de Arbitraje y Mediación; y,
- m) Contrato de underwriting, si lo hubiere.

La Sección I, Capítulo VIII, Título II, Libro II de la Codificación de las Resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera determina los siguientes requisitos para la Inscripción de Emisores y Valores.

### **Requisitos de Inscripción de Emisores y Valores**

**Art. 1.- Requisitos de inscripción.** - Podrán ser parte del -REB (Registro Especial Bursátil) -, las -Pymes- y las organizaciones de la economía popular y solidaria, que cumplan con los siguientes requisitos.

**Figura 10***Requisitos de inscripción*

Una vez que la información se recibe de manera completa, el emisor y los valores, según corresponda serán registrados en el Catastro Público del Mercado de Valores.

### **Requisitos de Oferta Pública Primaria de Valores**

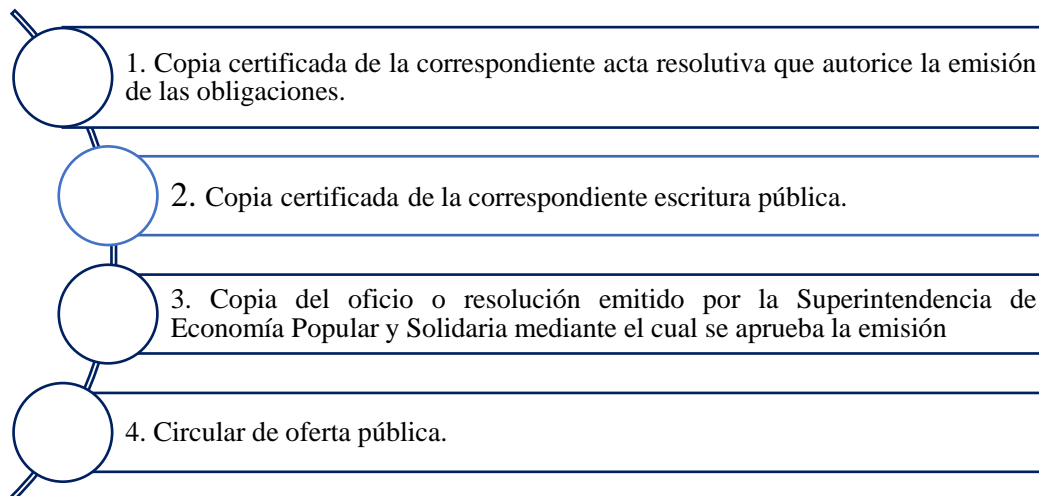
La Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de las Resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera determina los siguientes requisitos para la Oferta Pública Primaria de Valores.

**Art. 1.- Valores objeto de oferta pública.** - Las -Pymes- y las organizaciones de la economía popular y solidaria que participan en el -REB-, podrán realizar ofertas públicas primarias de acciones, obligaciones de largo plazo, convertibles en acciones y papel comercial, de acuerdo a lo previsto en las normas que regulan el -REB-.

**Art. 2.- Requisitos para obtener la autorización de oferta pública.** - Para poder efectuar una oferta pública de valores en el -REB-, previamente se deberá presentar los requisitos establecidos en el artículo 1 del capítulo anterior (*“Requisitos de Inscripción de Emisores y Valores”*) y adicionalmente, los siguientes:

**Figura 11**

*Requisitos para autorización de oferta pública.*



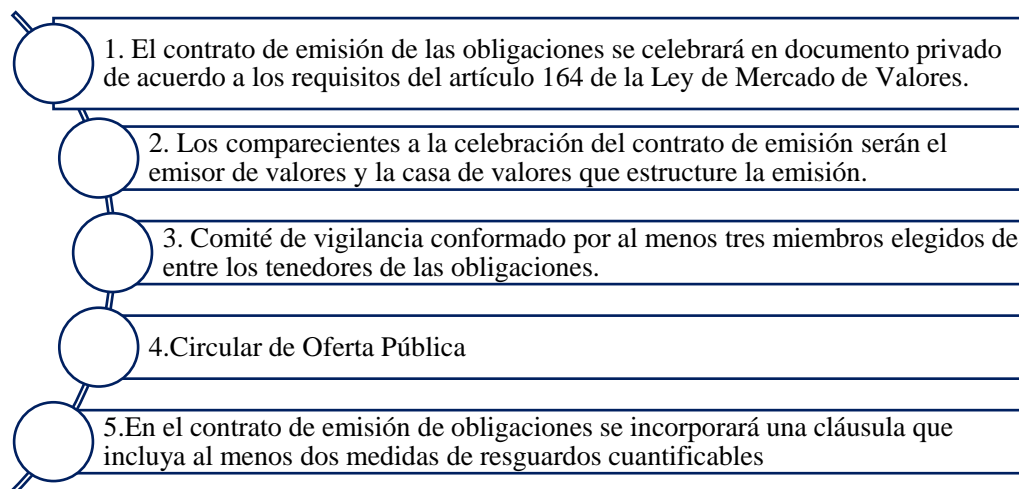
**Art. 3.- Calificación de riesgos voluntaria.** - Los valores objeto de oferta pública que se negocien en el -REB-, podrán optar por la contratación de un estudio de calificación de riesgos realizado por una de las calificadoras de riesgo legalmente establecida y autorizada e inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores.

Durante el plazo de vigencia de la emisión, el emisor que optó por contratar la calificación de riesgos, deberá mantenerla actualizada en conformidad con lo dispuesto en las normas reglamentarias sobre la materia.

Una vez que se analizó el proceso operativo que demanda la normativa legal vigente que rige el mercado bursátil ecuatoriano, observamos que el Papel Comercial y Obligaciones a Largo Plazo (renta fija) para el sector privado resulta compleja, y, de cierta manera limitante para la participación activa del sector, es por eso que de los 304 emisores inscritos a nivel nacional apenas 85 corresponden Pymes y 178 a empresas grandes, de las cuales, en el período analizado apenas han participado el 17,76% (54 instituciones) del total negociado; y, de las cuales se concentra en 6 entidades su comercialización, siendo la participación de las Pymes y de Compañías el sector que menos ha negociado con un 15,27%.

### **Requisitos de Oferta Pública Obligaciones de Largo Plazo y Papel Comercial**

**Art. 4.- Oferta Pública de Obligaciones de Largo Plazo, Convertibles en Acciones y Papel Comercial.** - La oferta pública de obligaciones de largo plazo, convertible en acciones y papel comercial, que se realizan en el -REB-, conlleva un régimen especial que exige el cumplimiento de los siguientes requisitos:

**Figura 12***Oferta Pública*

**Art. 5.- Contenido de la Circular de Oferta Pública.** - La Circular de Oferta Pública contendrá al menos la siguiente información:

**Figura 13***Circular de oferta pública*

Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	Papel Comercial:
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Portada</li> <li>• Primera parte: Incluirá el contenido de la información general</li> <li>• Segunda parte: Contendrá la descripción de la actividad/negocio del emisor</li> <li>• Tercera parte: Contendrá las características de la emisión</li> <li>• Cuarta parte: Contendrá la información económica y financiera</li> <li>• Declaración juramentada del representante legal del emisor respecto de la veracidad e integridad de la información contenida en la Circular de Oferta Pública</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Portada</li> <li>• Primera parte: Incorporará el contenido de la información general</li> <li>• Segunda parte: Contendrá las características del programa</li> <li>• Tercera parte: Contendrá la información económica y financiera del programa</li> <li>• Cuarta parte: Incorporará el mismo contenido de la declaración establecido en este artículo para las obligaciones de largo plazo.</li> </ul>

### **Requisitos de Oferta Pública Acciones**

Si bien las acciones durante el período analizado alcanzan apenas el 2% del total negociado, a través de este se podría contar con una buena fuente de financiamiento sin costo, siempre y cuando el capital privado abra su patrimonio a inversión ajena a la empresa, en este sentido, también se analiza el proceso operativo que conlleva la emisión y oferta pública de acciones.

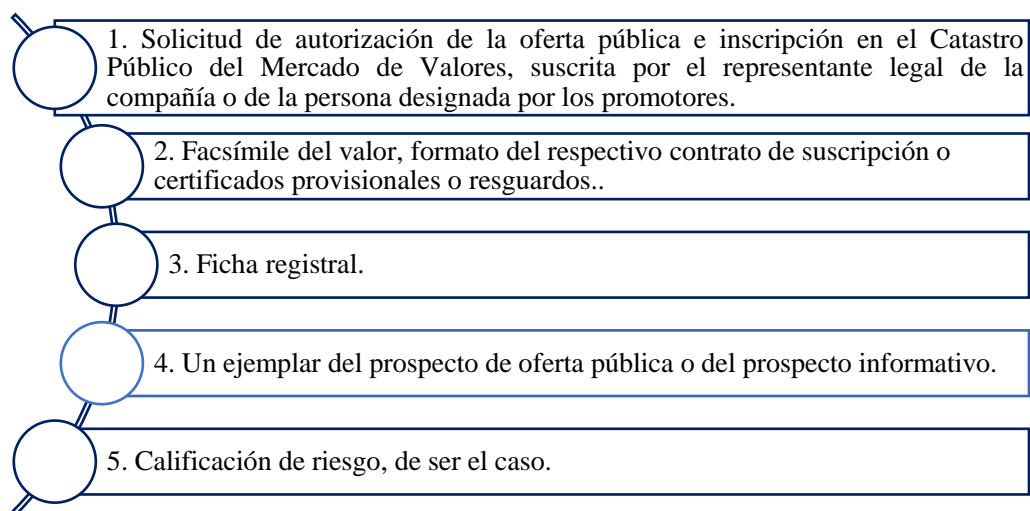
**Art. 1.- Oferta pública primaria.** - Podrán realizar oferta pública primaria de acciones las siguientes compañías:

1. Las sociedades anónimas y de economía mixta que se funden mediante constitución sucesiva o suscripción pública de acciones.
2. Las sociedades anónimas y de economía mixta existentes que realicen aumentos de capital por suscripción pública.

**Art. 2.- Autorización e inscripción.** - Para la autorización de la oferta pública e inscripción de acciones en el Catastro Público del Mercado de Valores, se deberá presentar la siguiente documentación:

**Figura 14**

*Autorización e inscripción*



Para el caso de constitución sucesiva o por suscripción pública, además se presentará la siguiente información:

1. Copia certificada, debidamente inscrita, de la escritura pública contentiva del convenio de promoción y del estatuto que ha de regir la compañía a constituirse.
2. Copia certificada de la respectiva resolución aprobatoria de la promoción, tratándose de entidades sujetas al control de la Superintendencia de Bancos inscrita en el Registro Mercantil.

Para el caso de aumento de capital por suscripción pública, así como para la inscripción de los certificados de preferencia, se acompañarán además los siguientes documentos:

1. Copia certificada de la correspondiente acta resolutoria del aumento de capital.
2. Lo señalado en el numeral 2 del caso precedente.

Por tanto, no existe incentivo en la participación de inversionistas privados, quienes ven el proceso regulatorio complicado y poco atractivo. Además, la burocracia excesiva y el voluminoso número de requisitos señalados anteriormente, pueden generar retrasos y obstáculos innecesarios, desalentando la participación y la entrada de nuevos participantes y el desarrollo del mercado.

### **Análisis de los costos de emisión y colocación de obligaciones y papel comercial mediante oferta pública**

#### *Análisis de las empresas emisoras*

La bolsa de valores nacional se encuentra ante desafíos tanto estructurales como temporales que impactan negativamente en su función primordial de suministrar financiamiento a largo y mediano plazo para los sectores productivos (Rosero, L. 2010).

Actualmente, se encuentran registrados a nivel nacional un total de 304 emisores privados.

**Tabla 1**

*Emisores privados inscritos a nivel nacional*

<b>Pymes</b>	85
<b>Grandes</b>	178
<b>Sector Financiero</b>	41
<b>Total</b>	304

*Fuente.* Bolsa de Valores Quito y Guayaquil

Las grandes empresas y el sector financiero en conjunto constituyen el 72,04% de los emisores privados a nivel nacional. En contraste, las pequeñas y medianas empresas (Pymes) tienen una participación significativamente menor en el mercado bursátil, representando únicamente el 27,96%. Además, las Pymes son las que menos activamente participan en la negociación de instrumentos financieros en la bolsa de valores.

Esto sugiere que el mercado de valores en el país tiende a ser elitista, ya que un número reducido de empresas participa en las transacciones, ya sea como emisores o inversores, y gran parte de estas son instituciones financieras (Rosero, L. 2010.).

Según el análisis efectuado, de los títulos de renta fija que recibieron preferencia por parte de los participantes (un total de 6 títulos), el 44,04% pertenece a instrumentos emitidos por el Sector Financiero, mientras que el 40,69% corresponde al Sector Público. Por otro lado, el sector privado empresarial, que incluye a las Pymes, representa solo el 15,27% de estos títulos, que específicamente se refieren a Obligaciones Corporativas y Papel Comercial.

### *Análisis de los costos de emisión de obligaciones y papel comercial*

Para iniciar nuestro estudio, procedimos a categorizar las empresas en Ecuador con el propósito de determinar su clasificación como pequeñas y medianas empresas (PYMES), grandes empresas o entidades del sector financiero. Esta clasificación se basa en la normativa adoptada por la entidad reguladora de Compañías, Valores y Seguros, que se ajusta a las pautas establecidas por la Comunidad Andina en su Resolución 1260, además de cumplir con la legislación interna vigente. A continuación, se presenta la tabla de clasificación:

**Tabla 2**

*División de las empresas en Ecuador*

	<b>Pequeña Empresa</b>	<b>Mediana Empresa</b>	<b>Grandes Empresas</b>
<b>Personal ocupado</b>	De 10 – 49	De 50 – 199	≥ 200
<b>Valor bruto de ventas anuales</b>	100.001 - 1.000.000	1.000.001 - 5.000.000	> 5.000.000
<b>Monto de activos</b>	De USD 100.001 hasta USD 750.000	De USD 750.001 hasta USD 3.999.999	≥ 4.000.000

*Fuente. Cámara de Comercio Quito*

Es relevante subrayar que esta clasificación nos permitirá identificar de manera precisa las empresas que emiten valores y examinar sus características particulares. Una vez culminada esta tarea, procedimos a elegir empresas de diferentes sectores de forma aleatoria, teniendo en cuenta la información sobre emisiones que incluye el importe de la emisión, los gastos asociados a la emisión, el porcentaje de costos con respecto a la emisión, la calificación crediticia, la tasa de interés a ser abonada y el sector de origen. Estos datos se obtuvieron del prospecto disponible en el portal web de la Bolsa de Valores de Quito. Posteriormente, se presentan los resultados después de obtener y analizar estos datos:



## Empresas Pymes

En este análisis, nos enfocaremos en un grupo de pequeñas y medianas empresas (pymes) cuyos activos se sitúan por debajo de los USD 3.999.999. Estas empresas emisoras operan en los sectores de servicios, comercio e industria, y han realizado emisiones de obligaciones a largo plazo y papel comercial por montos que oscilan entre USD 500,000.00 y USD 1,500,000.00. En lo que respecta a los gastos de emisión, se observa que varían desde el 3.72% hasta el 6.40% del monto de emisión. Estos porcentajes indican que las empresas están afrontando costos significativos para llevar a cabo estas emisiones de obligaciones. Por tanto, es esencial realizar un análisis minucioso sobre cómo estos costos afectan el rendimiento financiero de las empresas pequeñas al ingresar al mercado de valores.

**Tabla 3**

*Obligaciones de Largo Plazo*

Nombre Empresa	Activos	Monto Emisión	Gasto Emisión	Costos	calificación	Tasa	Sector	Año Creación
Servicios Integrados Petroleros SINPET S. A	1.387.563,00	500.000,00	27.250,00	5,45%	AA	8,50% y 9,00%	Servicios	2005
Las empanadas del paco	901.373,18	600.000,00	25.661,80	4,28%	AA	9% y 10%	comercial	2017
Repalco Recubridora Papel	3.767.090,00	750.000,00	27.875,00	3,72%	AA	9,00%	industrial	1971
Baby`s	2.412.593,57	1.000.000,00	64.000,00	6,40%	AA+	9,00%	industrial	1998
Red Transaccional Cooperativa RTC	3.241.361,23	1.200.000,00	47.420,00	3,95%	AA	7,00%	Servicios	2006
Aditec	3.932.214,11	1.500.000,00	56.298,00	3,75%	AA-	8,00%	industrial	2014

*Fuente.* Prospecto oferta pública bolsa de valores Quito y Guayaquil

Al evaluar los costos de emisión en relación con el monto de emisión, podemos observar que estos costos son significativamente altos en comparación con emisores más grandes y

consolidados. Estos porcentajes sugieren que las pymes están incurriendo en gastos relativamente altos para llevar a cabo sus emisiones de deuda en el mercado bursátil ecuatoriano. Por lo tanto, es probable que estas altas tasas de costos estén relacionadas con el tamaño y la posición de las pymes en el mercado, así como con el riesgo percibido por los inversionistas.

Por otra parte, en lo que respecta a las tasas de interés que deben abonar, es evidente que, en términos generales, las pequeñas y medianas empresas (pymes) que se han analizado están enfrentando tasas de interés que son comparativamente elevadas, oscilando entre el 7% y el 10%. Esta diferencia en las tasas de interés, en contraste con las que deben pagar emisores de mayor envergadura y con calificaciones crediticias más favorables, podría atribuirse a que las pymes, debido a su naturaleza, pueden percibirse como inversiones más arriesgadas, lo que resulta en una necesidad de ofrecer tasas de interés más altas como una forma de compensación.

**Tabla 4**

*Papel Comercial*

Nombre Empresa	Activos	Monto Emisión	Gasto Emisión	Costos	calificación	Tasa	Sector	Año Creación
Vectorquim Cía. Ltda.	1.542.379,00	500.000,00	21.775,00	4,36%	AA-	9,00% y 10,15%	industrial	2015
Fuentes San Felipe S.A.	2.054.669,27	750.000,00	31.362,00	4,18%	AA+	Cero Cupón	industrial	1991
Sepriteico	3.872.944,00	1.000.000,00	41.350,00	4,14%	AA-	Cero Cupón	comercial	2004
Uniscan	3.843.262,00	1.000.000,00	40.100,00	4,01%	AA	Cero Cupón	comercial	2004

*Fuente.* Prospecto oferta pública bolsa de valores Quito y Guayaquil

Para el Papel Comercial al igual que sucede en la Obligaciones observamos que el nivel de los costos no está relacionado con el monto de emisión, ni con sus activos, así los costos oscilan entre 4,01% y 4,36%.

No obstante, para obtener una comprensión integral de la situación financiera de estas pequeñas y medianas empresas (pymes) al entrar en el mercado de valores, es esencial llevar a cabo un examen más minucioso de los gastos vinculados a sus emisiones de obligaciones y papel comercial. Este análisis posibilitará la identificación de la organización y desglose de los costos

en cada instancia específica. Esto, además de considerar los costos de emisión previamente citados.

Así, además de los gastos de emisión, examinaremos los costos operativos y administrativos relacionados con la preparación y ejecución de las emisiones. Asimismo, evaluaremos los honorarios pagados a intermediarios financieros o agentes que hayan facilitado el proceso. Los costos de cumplimiento regulatorio y legal también serán considerados, ya que pueden variar dependiendo del tamaño de la emisión y las regulaciones aplicables a las empresas pymes.

**Tabla 5**

*Costos de emisión de las Obligaciones de Largo Plazo*

	<b>Servicios Integrados Petroleros</b>	<b>Las empanadas del paco</b>	<b>Repalco Recubridora Papel</b>	<b>Baby`s</b>	<b>Red Transaccional Cooperativa RTC</b>
<b>Estructuración de la emisión</b>	15.000,00	7.500,00	8.000,00	20.000,00	18.000,00
<b>Comisión de Colocación y mantenimiento</b>	10.500,00	9.540,00	19.350,00	15.900,00	19.200,00
<b>Calificación de Riesgo</b>		8.250,00		15.500,00	4.000,00
<b>Representante de los Obligacionistas</b>				10.500,00	
<b>Agente Pagador y desmaterialización</b>	750,00	371,80	525,00	600,00	
<b>Inscripción en el Registro del Mercado de Valores</b>				500,00	120,00
<b>Gastos Notariales y otro</b>	1.000,00			1.000,00	
<b>Total</b>	<b>27.250,00</b>	<b>25.661,80</b>	<b>27.875,00</b>	<b>64.000,00</b>	<b>41.920,00</b>

*Fuente.* Prospecto oferta pública bolsa de valores Quito y Guayaquil

Dentro del procedimiento de emisión de obligaciones, se identifican diversos costos de alta importancia que influyen significativamente en el resultado de estas operaciones. Uno de los costos más relevantes es el de estructuración financiera y legal, que abarca los gastos relacionados con el asesoramiento financiero y legal para diseñar una estructura adecuada que cumpla con el objeto de la empresa y sea atractiva para los inversores, los cuales representan del 28,70% al 55,05% del total de los costos de la emisión.

Por otra parte, la comisión de colocación es un aspecto de suma importancia, ya que abarca los costos asociados con los servicios brindados por las casas de valores y las bolsas de valores en la comercialización y venta de las obligaciones y papel comercial en el mercado. Estos costos representan del 13,06% al 64,57% del total de los costos de la emisión.

Finalmente, los gastos relacionados con las calificadoras de riesgos y la designación de representantes de los obligacionistas desempeñan un papel fundamental. Estos costos permiten evaluar la solidez financiera y la capacidad de pago de la empresa emisora, además de garantizar la protección de los derechos de los inversores. Durante la vigencia de la emisión, un representante actúa en defensa de los intereses de los inversores. Estos costos varían entre el 9,54% y el 32,15% del total de los costos de la emisión.

**Tabla 6**

*Costos de emisión del Papel Comercial*

	<b>Vectorquim Cía. Ltda.</b>	<b>Fuentes San Felipe S.A.</b>	<b>Sepriteico</b>	<b>Uniscan</b>
<b>Estructuración de la emisión</b>	7.500,00	12.000,00	20.000,00	14.000,00
<b>Comisión de Colocación y mantenimiento</b>	8.725,00	7.172,00	900,00	11.700,00
<b>Calificación de Riesgo</b>	5.250,00	7.500,00	12.500,00	10.500,00
<b>Representante de los Obligacionistas</b>		3.940,00	4.800,00	3.000,00
<b>Agente Pagador y desmaterialización</b>	300,00	225,00		300,00
<b>Inscripción en el Registro del Mercado de Valores</b>		375,00	1.100,00	500,00

<b>Gastos Notariales y otro</b>		150,00	750,00	100,00
<b>Total</b>	<b>21.775,00</b>	<b>31.362,00</b>	<b>41.350,00</b>	<b>40.100,00</b>

*Fuente.* Prospecto oferta pública bolsa de valores Quito y Guayaquil

En el caso de la emisión de Papel Comercial, los costos más significativos coinciden con los de las Obligaciones. En concreto, la estructuración financiera y legal representa entre el 34,44% y el 48,37% del total de los costos de la emisión, mientras que la comisión de colocación varía del 15,94% al 39,04% del total de los costos de la emisión. Asimismo, los costos relacionados con las calificadoras de riesgos oscilan entre el 23,91% y el 30,23% del total de los costos de la emisión.

Estos costos vinculados a la emisión de valores de Obligaciones y Papel Comercial pueden ser un desafío significativo para las pequeñas y medianas empresas (pymes). Dado que estas empresas cuentan con recursos financieros más limitados, pueden encontrar dificultades al enfrentar los gastos relacionados con la estructuración financiera y legal, la comisión de colocación, la calificación crediticia y la representación de los obligacionistas.

Por otro lado, al tener menos poder de negociación con intermediarios financieros y agencias calificadoras, las pymes pueden enfrentar mayores tarifas y comisiones, lo que aumenta la carga financiera. Además, el riesgo percibido asociado a las pymes puede llevar a calificaciones crediticias más bajas y tasas de interés más elevadas, aumentando aún más los costos de endeudamiento. En conjunto, estos costos pueden restringir el acceso de las empresas pequeñas y medianas al mercado y limitar sus oportunidades de crecimiento y expansión.

En resumen, actualmente solo un total de 85 pymes se encuentran registradas en el mercado de valores. Los elevados costos asociados al emitir valores de Obligaciones y Papel Comercial, junto con la restricción de recursos financieros y la limitada capacidad de negociación característica de las empresas, han sido factores determinantes en la restricción del acceso de estas empresas al mercado bursátil.

Esta situación pone de relieve la necesidad de abordar estos desafíos y crear un entorno más propicio para que las pymes puedan acceder al mercado de valores de manera más favorable. Se requiere de un marco regulatorio que facilite y promueva la participación de las pymes en el mercado, considerando sus características y necesidades específicas.

Además, es esencial fomentar la educación financiera y brindar apoyo y asesoramiento a las empresas de menor tamaño para que puedan comprender mejor el proceso de emisión y reducir

los costos asociados con esta operación. Al superar estos obstáculos, se abrirán mayores oportunidades de financiamiento para estas empresas, permitiéndoles utilizar el mercado como una vía para impulsar su crecimiento y desarrollo empresarial.

### Empresas Grandes

Aplicando la misma estructura, hemos llevado a cabo un minucioso análisis de empresas de gran envergadura que han efectuado emisiones de obligaciones y papel comercial en el mercado de valores. En este análisis, nos hemos centrado en un conjunto de empresas con activos que superan los USD 4.000.000,00 millones. Estas empresas emisoras operan en varios sectores, que incluyen la metalmecánica, la industria, el comercio y la siderurgia. Los montos de emisión abarcan desde los USD 10.000.000,00 hasta los 65.000.000,00 millones. En relación a los costos de emisión, se ha observado una variación que oscila entre el 0,28% y el 1,36% del monto total de la emisión.

**Tabla 7**

*Obligaciones de Largo Plazo*

Nombre Empresa	Activos	Monto Emisión	Gasto Emisión	Costos	Calificación	Tasa	Sector	Año Creación
Edimca	372.780.000,00	10.000.000,00	120.500,00	1,21%	AAA	8,50%,7,75%,8% y 8,25%	industrial	1964
La Universal	104.840.926,00	20.000.000,00	198.750,00	0,99%	AAA	anua fija 7%	industrial	2005
Kubiec	202.443.536,83	20.000.000,00	234.469,00	1,17%	AAA	7,10% y 6,90%	metalmeccánica	1995
La Fabril	540.595.834,74	50.000.000,00	295.000,00	0,59%	AAA	6,50 y 6,75%	industrial	1968
Corporación El Rosado	744.002.717,30	65.000.000,00	224.200,00	0,34%	AAA	7,10%	comercial	1936

*Fuente.* Prospecto oferta pública bolsa de valores Quito y Guayaquil

De la Tabla Nro. 7, las empresas grandes, se pueden destacar algunas observaciones importantes:

Se puede apreciar que los montos de emisión varían significativamente entre las grandes empresas. Mientras que algunas compañías emiten valores por USD 10.000.000, otras lo hacen por USD 65.000.000, Esto refleja la diversidad en las necesidades de financiamiento y la capacidad de endeudamiento de cada empresa.

En general, los gastos representan una proporción relativamente baja del monto total emitido. Los porcentajes oscilan entre el 0,34% y el 1,21%, lo que indica un bajo costo de emisión por parte de estas empresas grandes.

Todas las empresas presentadas cuentan con una calificación crediticia AAA, que es la máxima calificación otorgada por las agencias calificadoras. Esto indica que se percibe a estas empresas como altamente solventes y con una capacidad de pago extremadamente fuerte, lo que les permite acceder a tasas de interés favorables y a un menor riesgo percibido por los inversionistas.

Las tasas de interés que pagan estas empresas varían entre el 6,50% y el 8,50%, dependiendo de la emisión y las condiciones del mercado. A pesar de tener costos de emisión relativamente bajos y una calificación crediticia AAA, se observan tasas de interés competitivas, lo que sugiere una alta demanda por parte de los inversionistas y una confianza en la solidez financiera de estas empresas.

**Tabla 8**

*Papel Comercial*

Nombre Empresa	Activos	Monto Emisión	Gasto Emisión	%Costos	Calificación	Tasa	Sector	Año Creación
Corporación El Rosado	744.002.717,30	15.000.000,00	91.100,00	0,61%	AA	7,75%	comercial	1936
Adelca	476.268.313,00	20.000.000,00	168.500,00	0,84%	AAA	Cero cupón	siderurgia	1963
Agripac	395.611.000,00	20.000.000,00	272.700,00	1,36%	AAA	Cero cupón	comercial	1972
La Fabril	540.595.834,74	25.000.000,00	162.500,00	0,65%	AAA	Cero cupón	industrial	1968
Pronaca	802.164.000,00	60.000.000,00	169.000,00	0,28%	AAA	Cero cupón	industrial	1977

*Fuente.* Prospecto oferta pública bolsa de valores Quito y Guayaquil

Para emitir Papel Comercial por parte de las Empresas Grandes, al igual que sucede en la Obligaciones observamos que el nivel de los costos no está relacionado con el monto de emisión, ni con sus activos, así los costos significativamente bajos para este tipo de empresas oscilan entre 0,28% y 1,36% del monto de emisión.

Sin embargo, de lo anotado, para obtener una visión completa del desempeño financiero de estas empresas al ingresar al mercado, es fundamental ejecutar un estudio más detallado de los costos asociados a sus emisiones de obligaciones y papel comercial. Este análisis nos permitirá

determinar la estructura y composición de los costos en cada caso particular. Además de los gastos de emisión previamente mencionados.

Al analizar los costos asociados al emitir obligaciones y papel comercial para las empresas grandes, es posible notar diferencias significativas con respecto a las pymes. En el caso de las empresas grandes, su capacidad financiera y posición en el mercado les otorgan ciertas ventajas y posibilidades en el proceso de emisión.

**Tabla 9**

*Costos de emisión de las Obligaciones de Largo Plazo*

	<b>Edimca</b>	<b>La Universal</b>	<b>Kubiec</b>	<b>La Fabril</b>	<b>Corporación El Rosado</b>
<b>Estructuración de la emisión</b>	13.000,00	27.000,00	12.500,00	28.000,00	-
<b>Comisión de Colocación y mantenimiento</b>	52.500,00	127.500,00	163.969,00	195.000,00	156.000,00
<b>Calificación de Riesgo</b>	35.000,00	19.750,00	27.000,00	21.000,00	24.400,00
<b>Representante de los Obligacionistas</b>	10.500,00	10.000,00	12.500,00	21.000,00	8.800,00
<b>Agente Pagador y desmaterialización</b>	6.000,00	12.000,00	12.000,00	25.000,00	26.000,00
<b>Inscripción en el Registro del Mercado de Valores</b>	2.500,00	2.500,00	2.500,00	2.500,00	2.500,00
<b>Gastos Notariales y otro</b>	1.000,00		4.000,00	2.500,00	6.500,00
<b>Total</b>	<b>120.500,00</b>	<b>198.750,00</b>	<b>234.469,00</b>	<b>295.000,00</b>	<b>224.200,00</b>

*Fuente.* Prospecto oferta pública bolsa de valores Quito y Guayaquil

Las compañías grandes generalmente cuentan con una posición más sólida y recursos financieros más amplios. Esto les brinda una mayor capacidad de negociación con



intermediarios financieros y agencias calificadoras, lo que puede traducirse en tarifas y comisiones más favorables durante la emisión de valores.

Gracias a su calificación crediticia AAA, estas empresas de gran envergadura pueden beneficiarse de tasas de interés más reducidas en contraste con las pequeñas y medianas empresas (pymes). La solidez de sus estados financieros y su bajo riesgo crediticio generan confianza, lo que les otorga condiciones de financiamiento más ventajosas.

Dentro de este proceso, se identifican varios costos significativos que ejercen un impacto sustancial en el resultado de estas operaciones. Uno de los costos más destacados es el de estructuración financiera y legal, que abarca los gastos relacionados con el asesoramiento financiero y legal para diseñar una estructura apropiada que se alinee con los objetivos de la compañía y resulte atractiva para los inversores. Estos costos representan entre el 5,33% y el 13,58% del total de los costos de la emisión.

Por otro lado, la comisión de colocación representa un aspecto fundamental, ya que se refiere a los gastos relacionados con los servicios prestados por las casas de valores y bolsas de valores en la comercialización y venta de las obligaciones y papel comercial en el mercado, los cuales oscilan entre el 12,79% y el 50,31% del total de los costos de la emisión.

Finalmente, los costos asociados con las calificadoras de riesgo y la representación de los obligacionistas contribuyen a evaluar la solidez y capacidad de pago de la empresa que emite la obligación, garantizando los derechos de los inversores mediante la designación de un representante que actúa en defensa de sus intereses durante la vigencia de la emisión. Estos costos varían entre el 7,12% y el 29,05% del total de los costos.

**Tabla 10**

*Costos de emisión del Papel Comercial*

	<b>Corporación El Rosado</b>	<b>Adelca</b>	<b>Agripac</b>	<b>La Fabril</b>	<b>Pronaca</b>
<b>Estructuración de la emisión</b>	10.000,00	17.500,00	30.000,00	25.000,00	15.000,00
<b>Comisión de Colocación y mantenimiento</b>	58.500,00	113.000,00	203.000,00	107.500,00	139.000,00
<b>Calificación de Riesgo</b>	8.850,00	16.000,00	18.000,00	7.500,00	10.000,00

<b>Representante de los Obligacionistas</b>	2.000,00	5.000,00	5.200,00	6.000,00	2.500,00
<b>Agente Pagador y desmaterialización</b>	9.000,00	12.000,00	12.000,00	12.500,00	
<b>Inscripción en el Registro del Mercado de Valores</b>	2.500,00	2.500,00	2.500,00	2.500,00	2.500,00
<b>Gastos Notariales y otro</b>	250,00	2.500,00	2.000,00	1.500,00	
<b>Total</b>	<b>91.100,00</b>	<b>168.500,00</b>	<b>272.700,00</b>	<b>162.500,00</b>	<b>169.000,00</b>

*Fuente.* Prospecto oferta pública bolsa de valores Quito y Guayaquil

La emisión del Papel Comercial para las Empresas Grandes, los costos de manera general son más bajos que para las PYMES, así tenemos que, la estructuración financiera y legal representan del 8,88% al 10,39% del total de los costos de la emisión, la comisión de colocación que van del 24,70% al 55,01% del total de los costos de la emisión y el precio de las calificadoras de riesgos que van del 4,62% al 9,71% del total de los costos de la emisión.

Estas compañías pueden capitalizar sus fortalezas financieras y su sólida reputación para obtener financiamiento mediante la emisión de valores de obligaciones y papel comercial, lo que les otorga la oportunidad de impulsar su crecimiento y expansión en el mercado, en contraste con la situación de las PYMES.

### **Sector Financiero**

En este análisis, nos centraremos en el sector financiero y su participación en la emisión de obligaciones a largo plazo en el mercado de valores. Es relevante señalar que, de acuerdo con la normativa legal vigente, las instituciones pertenecientes al sector financiero ya no tienen la posibilidad de emitir papel comercial a corto plazo. En consecuencia, nuestra atención se dirigirá hacia la evaluación de cómo estas entidades han adaptado su estrategia de financiamiento y aprovechado las oportunidades de emisión de obligaciones a largo plazo para satisfacer sus necesidades de financiamiento y mantener su presencia en el mercado de valores. Examinaremos en detalle los costos relacionados con estas emisiones, así como los beneficios y desafíos que las instituciones financieras enfrentan en este contexto.

Al analizar la tabla que presenta los datos de emisión de obligaciones a largo plazo por parte de las instituciones financieras, se pueden destacar algunos puntos significativos:

Se puede observar una variación significativa en los montos de emisión entre los bancos. Mientras que Banco Solidario emitió valores por USD 30.000.000, Banco Pichincha realizó una emisión de USD 250.000.000. Estas diferencias reflejan las necesidades de financiamiento y la capacidad de endeudamiento de cada entidad financiera.

Los costos de emisión, expresados como porcentaje del monto total emitido, son relativamente bajos para todas las instituciones financieras presentadas en la tabla. Los porcentajes varían desde 0,192% hasta 0,513%.

Todas las instituciones financieras tienen una calificación crediticia AAA o AAA-, que es la máxima calificación otorgada por las agencias calificadoras. Esto refleja la percepción de estas entidades como altamente solventes y con una capacidad de pago fuerte y confiable, lo que les permite acceder a tasas de interés favorables y un menor conocimiento de riesgo por parte de los financieros.

Cada banco ha utilizado distintos índices para determinar sus tasas de interés en la emisión de obligaciones. Algunos utilizan tasas basadas en LIBOR (Interés Interbancario de Londres), mientras que otros utilizan tasas basadas en SOFR (Secured Overnight Financing Rate). Estas diferencias en los índices y márgenes aplicables reflejan la diversidad de estrategias de financiamiento de las instituciones financieras.

**Tabla 11**

*Obligaciones de Largo Plazo*

Nombre Empresa	Activos	Monto Emisión	Gasto Emisión	Costos	calificación	Tasa	Año Creación
Banco Solidario	871.320.607,54	30.000.000,00	153.998,50	0,513%	AAA-	Tasa Swap Fija + Margen aplicable/8,2762%	1996
Banco Produbanco	5.806.838.617,71	50.000.000,00	167.000,00	0,334%	AAA	SOFR 6M + 4,39%(margen)/7,7393%	1978
Banco Internacional	4.257.153.963,37	79.000.000,00	151.700,00	0,192%	AAA	SOFR 6 meses/7.7393%	1973

Banco Pichincha	10.611.586.936,70	250.000.000,00	537.500,00	0,215%	AAA-	Libor 12 M+ spread/ 1,961%+ 3,900 %/Libor 6M 2,031%+3,900%	1906
-----------------	-------------------	----------------	------------	--------	------	--	------

*Fuente.* Prospecto oferta pública bolsa de valores Quito y Guayaquil

**Tabla 12**

*Costos de emisión del Papel Comercial*

	<b>Banco Solidario</b>	<b>Banco Produbanco</b>	<b>Banco Internacional</b>	<b>Banco Pichincha</b>
<b>Estructuración de la emisión</b>	33.000,00	16.000,00	42.000,00	70.000,00
<b>Comisión Colocación</b>	48.000,00	32.500,00	32.700,00	130.000,00
<b>Calificación de Riesgo</b>	28.000,00	26.000,00	16.000,00	48.000,00
<b>Representante de los Obligacionistas</b>	12.000,00	15.000,00	16.000,00	20.000,00
<b>Agente Pagador</b>	12.000,00	20.000,00	32.000,00	112.000,00
<b>Mantenimiento Bolsas</b>	13.498,50	25.000,00		100.000,00
<b>Gastos Notariales y otro</b>		5.000,00	10.500,00	55.000,00
<b>Inscripción en el Registro del Mercado de Valores</b>	2.500,00	2.500,00	2.500,00	2.500,00
<b>Total</b>	<b>153.998,50</b>	<b>167.000,00</b>	<b>151.700,00</b>	<b>537.500,00</b>

*Fuente.* Prospecto oferta pública bolsa de valores Quito y Guayaquil

Al analizar la tabla de costos de emisión de papel comercial del sector financiero, podemos destacar algunas observaciones importantes:

Los costos de estructuración de la emisión varían significativamente entre los bancos. Mientras que Banco Solidario tiene el costo más bajo con USD 33.000,00 Banco Pichincha presenta el costo más alto con USD 70.000,00. Esta diferencia puede deberse a la complejidad y tamaño de la emisión, así como a la estrategia específica de cada institución financiera.

Las comisiones de colocación también muestran una amplia variación entre los bancos. Banco Produbanco tiene una comisión de USD 32.500,00 mientras que Banco Pichincha presenta la

comisión más alta con USD 130.000,00. Estas comisiones representan los gastos asociados con el proceso de colocación de los valores emitidos y pueden depender del alcance y de la red de intermediarios financieros utilizados por cada banco.

Los gastos relacionados con la evaluación de riesgos y el representante de los obligacionistas resultan comparativamente menores en relación con otros desembolsos vinculados con la emisión. Estos costos se centran en asegurar la calidad crediticia de la emisión y en salvaguardar los intereses de los obligacionistas durante todo el proceso de emisión.

Resaltan los costos de emisión que pueden experimentar notables fluctuaciones entre las instituciones bancarias, y estas erogaciones representan una proporción significativa del monto total emitido. La revisión y comparación de estos costos desempeñan un papel fundamental en la toma de decisiones informadas y eficaces por parte de las instituciones financieras cuando buscan acceder al mercado de valores y emitir valores de obligaciones.

Desde este análisis, se evidencia que el examen de los costos de emisión en el mercado de valores pone de relieve las marcadas disparidades entre las pequeñas y medianas empresas (pymes), las grandes empresas y el sector financiero. Es imperativo considerar la revisión de la legislación vigente con el propósito de fomentar una entrada equitativa al mercado de valores y garantizar una participación equitativa de todas las empresas. Al tener en cuenta las particularidades de cada tipo de emisor, es viable desarrollar un marco regulatorio más incluyente que propicie la reducción de los costos asociados con la emisión y simplifique el acceso al mercado de valores, con el fin de fortalecer el sistema financiero y contribuir al progreso económico del país.

La consecución de una mayor equidad en el acceso al mercado de valores acarrearía un impacto positivo en la revitalización y expansión del sistema financiero. Al brindar a las pymes y a las empresas emergentes la oportunidad de ingresar al mercado, se fomenta la inversión, la innovación y el desarrollo económico. La diversificación de alternativas de inversión atraería a una audiencia más amplia, incluyendo a inversionistas internacionales, lo que aumentaría la liquidez y consolidaría la economía en su conjunto.

Facilitar el acceso a financiamiento y mejorar el acceso a opciones de inversión atraería mayor capital, impulsaría el crecimiento de las empresas y fomentaría la competitividad. La revisión de la normativa legal es una oportunidad para crear un entorno financiero más inclusivo.

### **Regulación del Mercado de Valores de Ecuador, Colombia y Perú**

Con la finalidad de visualizar un contexto del mercado de valores colombiano, peruano y ecuatoriano, se ha revisado el marco regulatorio de los tres mercados, extrayendo los aspectos importantes que el marco regulatorio establece para su funcionamiento, mismos que se consideran marcan diferencias y que podrían aportar de diferente manera en su desarrollo.

#### **Bolsa de Valores de Ecuador**

Según la Superintendencia de Compañías los participantes del mercado de valores ecuatoriano son:

Bolsa de Valores: Sociedades anónimas que brinda servicios para las negociaciones de títulos valores.

Casas de Valores: Intermediarios financieros a cargo de la compra venta de valores.

Administradoras de Fondos y Fideicomisos: Encargada de administrar fondos de inversión y negocios fiduciarios.

Calificadoras de Riesgo: Asigna la calificación a la emisión y emisor.

Depósito Centralizado de Valores: Encargado de la Compensación y Liquidación de Valores. Existen dos, uno privado y el DCV del Banco Central del Ecuador.

Entes Reguladores y de Control: Junta de Política y Regulación Financiera y Superintendencia de Compañías Valores y Seguros.

#### **Algunos aspectos adicionales de la Ley de Mercado de Valores**

El Código Monetario Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores (2017) se crea el REB (Registro Especial Bursátil), para que las Pymes puedan negociar en Bolsa con requerimientos menos exigentes y costos.

Según la Ley de Régimen Tributario existen varias exoneraciones del impuesto a la renta en operaciones de renta variable.

El IVA por comisiones por servicios bursátiles que briden las Bolsas de Valores será 0%.

La normativa no establece vínculos con el mercado internacional para operar con agentes externos en la colocación de títulos valores.

Se establece extensos requisitos para la inscripción, emisión y colocación de instrumentos financieros para los participantes de manera general.

No se encuentra una regulación de costos en la estructuración de las emisiones.

La Ley de Mercado de Valores y la Bolsa de Valores de Quito, resalta sobre el mercado lo siguiente:

**Valores/Pilares:**

La fe pública, protección del inversionista, transparencia y publicidad, información clara, completa y oportuna, la libre competencia, tratamiento igualitario, buenas prácticas corporativas, respeto a la normativa y promover el financiamiento e inversión.

**Gobierno Corporativo:**

Fomentar la distribución de recursos a través de un mercado de valores institucionalizado, con cultura de buen Gobierno Corporativo, para la integración de los mercados.

**Responsabilidad Social Empresarial:**

No se encuentra dentro del marco técnico o legal de la Bolsa de Valores ecuatoriana, pero si se observa que se encuentran trabajando en aspectos temáticos para emisiones sociales y verdes.

**Educación Financiera:**

Tiene programas de capacitación para jóvenes sobre toma de decisiones empresariales.

**Mercado Internacional:**

Forma parte de la asociación AMERCA desde 2018, en busca de la integración de mercado de capitales de Centroamérica.

**Bolsa de Valores de Colombia**

Según Lituma, L. (2020), los participantes del mercado de valores colombiano son:

**Bolsas de Valores:** Organismo privado que brinda servicios para las negociaciones de títulos. Existe una sola Bolsa denominada “Bolsa de Valores de Colombia S.A.”.

**Depósitos Centralizados:** A cargo de la compensación y liquidación de valores. Existe uno privado y DECEVAL (Depósito Centralizado de Valores de Colombia) y otro público DCV (Depósito Central de Valores del Banco de la República).

**Sociedades comisionistas de bolsa:** Intermediarios de valores a cargo de la negociación de títulos valores.

**Sociedades Fiduciarias y Administradoras de Inversión:** Encargadas de administrar negocios fiduciarios y fondos de inversión.

Sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías: Sociedades financieras para administrar este tipo de fondos. Existen 4 inscritas en el Registro de Valores.

Calificadoras de Valores y riesgos: Asigna la calificación a las emisiones y emisores. Existen 3 calificadoras.

Entes de regulación y control: El regulador es el Congreso quien dictamina las normas y regula a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Superintendencia Financiera de Colombia quien controla.

### **Algunos aspectos adicionales de la Ley de Mercado de Valores de Colombia**

Según Lituma, L. (2020), la Ley 1328 de 2019 en congruencia con el art. 8, la Bolsa de Valores deberá contar con un sistema que contemple políticas y controles adaptados por la entidad, y, protección del consumidor financiero.

Que según el art. 108, las administradoras de fondos de pensiones y de cesantía garantizará una rentabilidad mínima.

Que según la Ley 964, estarán libres del impuesto a la renta los ingresos generados por títulos a largo plazo para la financiación de vivienda (bonos hipotecarios).

Que según el Decreto 624, los rendimientos y egresos por títulos de renta variable y derivados financieros estarán libres del impuesto a la renta.

No equivale a renta las utilidades por enajenación de acciones inscritas en una bolsa siempre que no supere el 10% como titular de las acciones en circulación de la sociedad.

Tendrán beneficios gravables sin que se exceda el 1% quienes inviertan en acciones exclusivamente agropecuarias que coticen en bolsa.

No existirá retención en la fuente a los pagos derivados de la enajenación de títulos de deuda.

Las comisiones recibidas por las sociedades fiduciarias, administradoras de fondos de inversión y comisiones de bolsa, estarán exentas de IVA.

La normativa establece costos cero para algunos procesos en la estructuración de emisiones en mercado primario.

Según Rodríguez, M. y Cuellar, Lida. (2021), existen aspectos importantes dentro de la Bolsa de Colombia que han sido considerados:

#### **Valores/Pilares:**

*“Pasión, reconocimiento, innovación, confianza, calidad y transparencia, centrado en el cliente, empoderamiento y autodisciplina”.*



**Gobierno Corporativo:**

Han adoptado los estándares más altos de Gobierno Corporativo, transparencia y seguridad, así como práctica la protección a sus accionistas.

El Consejo Directivo de la Bolsa está conformado por 13 miembros de los cuales siete deben ser independientes.

**Responsabilidad Social Empresarial:**

La Bolsa otorga becas dentro y fuera de la entidad, realiza donaciones y crea empleo.

**Educación Financiera:**

Tiene programas de formación gratuitos orientados a todos los niveles de conocimiento con o sin experiencia en el mercado de valores.

**Mercado Internacional:**

Se encuentra integrada con la Bolsa de Valores de Perú y Chile con la finalidad de expandir sus operaciones en mercado internacional.

**Bolsa de Valores de Perú**

Según Lituma, L. (2020), los participantes del mercado de valores peruano son:

Bolsa de Valores: Bolsa de Valores de Lima S.A., sociedad anónima que brinda servicios para negociación de títulos valores.

Sociedades agentes de bolsa: A cargo de la intermediación de valores.

Instituciones de compensación y liquidación: Existe una institución a cargo de compensar y liquidar valores, Cavali S.A.C.L.V.

Calificadoras de Riesgo: Califican emisiones y emisores.

Proveedoras de precio: Sociedades anónimas que valorizan los instrumentos financieros de forma diaria tanto de precios como tasas. Existen 2 entidades autorizadas.

Valorizadoras: Sociedades que fijan el precio mínimo en una oferta pública. Existen 25 entidades autorizadas.

Sociedades administradoras de fondos mutuos: Encargadas de administrar fondos por cuenta de inversionistas.

Sociedades de administradoras de fondos de inversión: Encargada de administrar fondos de inversión por cuenta de los inversionistas.

Entes reguladores y de control: Tiene un solo organismo regulador y de control llamado Superintendencia del Mercado de Valores.

**Algunos aspectos adicionales de la Ley de Mercado de Valores de Perú**

Según Lituma, L. (2020), la Bolsa de Valores de Lima (2019) ofrece ventajas tributarias para los participantes del mercado por ganancias de capital para inversionistas extranjeros en varios instrumentos financieros.

Que los rendimientos de la enajenación de facturas negociables en bolsa, están exoneradas de impuestos a las ganancias de capital.

Que se encuentran exonerados los ingresos provenientes de la enajenación de empresas extranjeras en la Bolsa.

Según Rodríguez, M. y Cuellar, Lida. (2021), existen aspectos importantes dentro de la Bolsa de Perú que han sido considerados:

**Valores/Pilares:**

*“Integridad y transparencia, independencia, vocación del servicio y liderazgo”.*

**Gobierno Corporativo:**

Responsable de dirigir con los más altos estándares internacionales de Gobierno Corporativo, actuando con transparencia y confiabilidad, así como de respaldar a los intereses de sus accionistas.

**Responsabilidad Social Empresarial:**

Realiza donaciones y crea fuentes de trabajo.

**Educación Financiera:**

Tiene programas de capacitación del mercado financiero y de valores con prácticas y simulaciones en Rueda.

**Mercado Internacional:**

Se encuentra integrada con la Bolsa de Valores de Colombia y Chile cuyo propósito radica en expandir sus negocios a nivel internacional.

Lo señalado muestra un marco regulatorio colombiano y peruano mucho más riguroso acerca de sus participantes y responsabilidades en operaciones y valoraciones, con mayores beneficios tributarios, con una sola Bolsa de Valores, con acuerdo entre sí para acceder al mercado internacional, permitiéndoles desarrollar su mercado, en contraste con el marco regulatorio ecuatoriano, que no contempla regulaciones para actuar con el mercado internacional, con dos Bolsas de Valores a nivel nacional, dos agentes de compensación con normativas discordantes y sin mayores incentivos tributarios para la participación en la Bolsa, lo cual, pone en desventaja con los mercados referidos.

## Costos de Emisión en Colombia y Perú

### Análisis de los costos para realizar una emisión en Colombia

El análisis de los costos asociados a la emisión de bonos de deuda privada en Colombia es un aspecto importante que considerar para las empresas que desean llevar a cabo este tipo de operación financiera. Estos costos pueden variar significativamente dependiendo de diversos factores, como el valor de la emisión, el patrimonio del emisor y otros gastos asociados. A continuación, se realiza un análisis detallado de los costos mencionados en la tabla proporcionada:

**Tabla 13**

*Costos asociados a una emisión de bonos de deuda*

		<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
<b>Derechos de inscripción en el Rnve *</b>	6-300 SMLV	\$ 2.981,40	\$ 149.070,00
<b>Inscripción en la Bvc</b>	0.0564% * ME		\$ 55.200,00
<b>Cuota De Sostentamiento Bvc</b>	0.0280% * ME		\$ 27.700,00
<b>Contratación Calificadora **</b>			\$ 100.000,00
<b>Administración y Custodia Deceval***</b>			\$ 250.000,00
<b>Honorarios Agente Estructurador</b>	0.8%-2.5% *ME	\$60.000,00	
<b>Otros Gastos (papelería, publicidad, presentaciones) ****</b>		\$5.000,0	\$ 15.000,00

*Notas aclaratorias:*

*SMLV: Salario Mínimo Mensual Vigente USD 496.900 año 2009*

*ME: Monto de la emisión*

*\* Dependiendo del patrimonio del emisor*

*\*\* Dependiendo del valor de la emisión*

*\*\*\* Según instructivo de tarifas 2009 12-32 Deceval S.A*

*\*\*\*\* Estimado*

*Fuente: BCR Investor Services S.A.*

En Colombia, los costos de emisión de bonos de deuda privada están compuestos por diversos elementos, como derechos de inscripción, tarifas de bolsa de valores, calificación crediticia, administración y custodia, honorarios del agente estructurador y otros gastos relacionados. Estos costos pueden variar según factores económicos, regulatorios y financieros.

Por ejemplo, los derechos de inscripción varían de 6 a 300 Salarios Mínimos Legales Vigentes (SMLV), lo que equivale a un rango de USD 2.981.400 a USD 149.070.000 (según el valor de la emisión y el patrimonio del emisor).

Otro componente importante es la inscripción en la Bolsa de Valores, a la cual se le aplica una tarifa del 0,0564% sobre el Monto de la Emisión (ME), lo que se traduce en un costo que puede ser considerable para emisiones de gran tamaño, llegando a los USD 55.200.000.

Igualmente, existe una cuota de sostenimiento en la Bolsa de Valores de Colombia, que equivale al 0,0280% del Monto de la Emisión, lo que resulta en un costo adicional que puede oscilar alrededor de los USD 27.700.000 para este tipo de emisiones.

Los costos relacionados con la contratación de una agencia calificadora de riesgo son una parte esencial de la emisión de bonos. En Colombia, estos costos pueden alcanzar los USD 100.000.000, dependiendo del valor de la emisión.

También, los honorarios del agente estructurador en Colombia oscilan entre el 0,8% y el 2,5% del Monto de la Emisión (ME), lo que puede representar un costo significativo, pero varía según las negociaciones con el agente.

Además de los costos mencionados, hay otros gastos asociados a la emisión, como papelería, publicidad y presentaciones. Estos gastos pueden variar, pero se estiman entre USD 5.000.000 y USD 15.000.000. Aunque son relativamente bajos en comparación con otros componentes, aún contribuyen al costo total de la emisión.

El análisis de los costos asociados a la emisión de bonos de deuda privada en Colombia revela que estos costos pueden ser sustanciales y variar ampliamente según varios factores. Los costos fijos, como la contratación de una calificadora de riesgo y la administración y custodia de Deceval, representan una parte significativa de los gastos totales. Además, los honorarios del agente estructurador y los derechos de inscripción en la Bolsa de Valores también pueden ser considerables, especialmente en emisiones de gran tamaño.

Es importante mencionar que, también se procedió a revisar la información publicada en los prospectos de información de emisión y colocación de papeles comerciales en la Bolsa de Valores de Colombia, se destaca la relevante disposición, que se refiere a las comisiones y gastos asociados a este tipo de valores. Con esta se establece que, independientemente de las obligaciones tributarias que puedan aplicar a cada inversionista, no se requerirá el pago de comisiones ni gastos adicionales al suscribir papeles comerciales, siempre y cuando estos sean adquiridos durante la oferta primaria. No obstante, es importante tener en cuenta que, en el caso de la negociación de papeles comerciales en el mercado secundario, podría aplicarse un conjunto de comisiones y gastos adicionales.

## **Estructura de los Costos de Emisión de las Ofertas Públicas Primarias de Bonos Corporativos en el Perú**

El proceso de emisión y colocación de bonos corporativos en el Perú representa una opción de financiamiento que conlleva una variedad de costos. Estos costos pueden variar significativamente según la situación particular de la empresa emisora.

La mayoría de los costos relacionados con la emisión de bonos corporativos caen en la categoría de costos fijos. En este contexto, es esencial que las empresas que planean llevar a cabo una oferta pública primaria de bonos corporativos consideren cuidadosamente los siguientes costos:

### **1. Primera Fase: Preparación de la Emisión**

- Estructuración
- Derechos Notariales
- Asesoría legal
- Elaboración del prospecto marco y contrato de emisión
- Roadshow

### **2. Segunda Fase: Oferta Pública Primaria de bonos corporativos**

- Clasificación de riesgo
- Registro de inscripción CONASEV (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores).
- Inscripción CAVALI (Institución de Compensación y Liquidación de Valores).
- Inscripción BVL (Bolsa de Valores de Lima).
- Actualización Registros Públicos Contrato de Emisión
- Actualización impresión Prospecto Marco
- Publicación Diario Oficial El Peruano y diario de mayor circulación Contrato de colocación

### **3. Tercera Fase: Mantenimiento de la Oferta Pública Primaria de Bonos Corporativos**

- Comisión al Representante de los Obligacionistas
- Derechos de CAVALI
- Derechos de cotización BVL
- Derechos de cotización CONASEV

### Análisis del Costo de las ofertas públicas primarias de Bonos Corporativos

A continuación, se presentan estimaciones de los costos asociados a la emisión de bonos corporativos en el mercado peruano de capitales para diferentes tamaños de emisión:

**Tabla 14**

*Costos de ofertas públicas primarias de Bonos Corporativos*

Costos	Valor nominal de la emisión (en USD millones)		
	1 millón	10 millones	50 millones
<b>Estructuración</b>	10.000,00	100.000,00	500.000,00
<b>Legales</b>	11.435,00	101.435,00	501.435,00
<b>Regulatorios</b>	1.420,00	5.200,00	22.000,00
<b>Publicidad</b>	1.377,00	1.377,00	1.377,00
<b>Registro</b>	475,00	3.850,00	18.850,00
<b>Mantenimiento</b>	360,00	3.600,00	18.000,00
<b>Rep. de obligacionistas</b>	350,00	3.500,00	17.500,00
<b>Impresión</b>	2.029,00	2.029,00	2.029,00
<b>Calificación de riesgo</b>	24.000,00	24.000,00	24.000,00
<b>Total</b>	51.446,00	244.991,00	1.105.191,00
<b>% del monto</b>	5,1	2,4	2,2

*Fuente:* Conasev, BVL, Cavali y áreas de mercado de capitales de diversos bancos. Serie de Documentos de Trabajo del Banco Central de Reserva del Perú- junio 2006 / DT. N°. 2006-004 / Gerencia de Estabilidad Financiera.

La tabla presenta un desglose de los costos asociados a la emisión de bonos corporativos en el mercado peruano de capitales para diferentes valores nominales de emisión, es decir, USD 1 millón, USD 10 millones y USD 50 millones.

Los costos de emisión de bonos corporativos en el Perú muestran una combinación de costos variables y fijos. Los costos variables, como la "Calificación de Riesgo" y los "Gastos Regulatorios," aumentan a medida que el tamaño de la emisión crece. Por otro lado, los costos

fijos, como la "Estructuración" y los "Gastos Legales," tienden a mantenerse relativamente constantes independientemente del tamaño de la emisión.

Uno de los aspectos más destacados es el impacto del tamaño de emisión en los costos. Una emisión de bonos corporativos por USD 10 millones genera un costo de transacción del 2,4% del total emitido, mientras que una emisión de USD 1 millón aumenta este porcentaje al 5,1%. Esto sugiere que las empresas que pueden optar por emisiones más grandes pueden beneficiarse de una disminución proporcional en los costos de emisión.

La Calificación de Riesgo representa una parte significativa de los costos de emisión, especialmente en emisiones más grandes. Esto refleja la importancia de establecer una calificación crediticia sólida para atraer a inversores y garantizar condiciones favorables de financiamiento.

Los Gastos Regulatorios y los Gastos Legales son elementos esenciales de la estructura de costos. Estos costos están relacionados con el cumplimiento de regulaciones y normativas del mercado de valores peruano. Se espera que las empresas dediquen recursos considerables a estos aspectos para asegurar una emisión exitosa.

La tabla resalta que los costos son más onerosos en emisiones más pequeñas, como la de USD 1 millón. Esto podría presentar un desafío para las empresas más pequeñas o con menor capacidad de endeudamiento, ya que los costos relativamente altos pueden reducir su atractivo para emitir bonos corporativos en el mercado.

La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) ha señalado que emisiones de USD 10 millones tienen ventajas significativas en términos de costos. Esto podría servir como incentivo para que las empresas aspiren a emisiones más grandes y, a su vez, para el desarrollo de un mercado de bonos corporativos más robusto en el Perú.

### **Análisis resultados emisiones de bonos corporativos en Colombia, Perú y Ecuador**

Los análisis de los costos para realizar emisiones de bonos corporativos en Colombia, Perú y Ecuador revelan similitudes y diferencias significativas en las estructuras de costos y sus implicaciones para las empresas emisoras y el desarrollo de los mercados de capitales en ambos países.

De manera general, en los tres países, los costos de emisión están compuestos por elementos variables y fijos. Los costos variables, como la calificación crediticia y los gastos regulatorios, tienden a aumentar con el tamaño de la emisión, mientras que los costos fijos, como los gastos

legales y la estructuración, tienden a mantenerse más constantes. Esto subraya la importancia del tamaño de emisión en la determinación de los costos totales.

En Colombia, se observa que los costos varían en función del valor de la emisión y el patrimonio del emisor, con un rango amplio de costos posibles. En Perú, se destaca que emisiones más grandes, como las de USD 10 millones, disfrutaban de costos proporcionales más bajos en comparación con emisiones más pequeñas, lo que sugiere un incentivo para las empresas a considerar emisiones más grandes.

Ambos análisis resaltan la importancia de obtener una calificación crediticia sólida para atraer inversores y asegurar condiciones favorables de financiamiento. En Colombia, los costos de la calificación crediticia pueden ser considerables, dependiendo del valor de la emisión.

Los gastos regulatorios y legales son componentes significativos de los costos de emisión. Estos costos están relacionados con el cumplimiento de regulaciones y normativas del mercado de valores. Las empresas deben asignar recursos considerables para garantizar el cumplimiento adecuado.

Tanto en Colombia como en Perú y Ecuador, los costos relativamente altos pueden representar un desafío para las empresas más pequeñas o con menor capacidad de endeudamiento. Esto podría limitar su acceso al mercado de bonos corporativos y fomentar un enfoque en emisiones más grandes.

Los costos de emisión también tienen un impacto en el desarrollo de los mercados de capitales en ambos países. Costos más bajos pueden atraer a más emisores e inversores, lo que contribuiría al crecimiento y la profundidad del mercado de bonos corporativos.

En conclusión, tanto en Colombia como en Perú y Ecuador, la comprensión de la estructura de costos es fundamental para las empresas que consideran emisiones de bonos corporativos. Los análisis destacan la importancia de la estrategia de emisión, el tamaño de la emisión y la gestión eficiente de los costos para maximizar los beneficios y el acceso al financiamiento en los mercados de capitales. Además, resaltan la necesidad de políticas y regulaciones que promuevan la accesibilidad y la competitividad de los mercados de bonos corporativos en cada país.



## CAPITULO V

### Conclusiones y recomendaciones

#### *Conclusiones*

A lo largo de la última década, la participación del Sector Privado en el Mercado de Valores ha experimentado un aumento promedio del 24,6%. Sin embargo, en términos generales, el Sector Público ha mantenido una presencia superior en este mercado. Las transacciones del Sector Público totalizaron USD 54.380,25 millones, representando el 59,39% del volumen total negociado entre 2013 y 2022, en contraste con las transacciones del Sector Privado que alcanzaron los USD 37.189,01 millones, lo que equivale al 40,61% del total negociado en dicho período. Estos datos demuestran que, durante esta década, el Sector Público ha mantenido una presencia más influyente en el Mercado de Valores ecuatoriano, superando en volumen de operaciones al Sector Privado.

Asimismo, se destaca que, durante el período analizado, las negociaciones de títulos de renta variable en el Mercado de Valores representaron apenas el 2,02% del total negociado (USD 1.847,68 millones), mientras que hubo una marcada concentración en los títulos de renta fija, que constituyeron el 97,98% del total de transacciones realizadas durante los últimos 10 años, alcanzando un monto de USD 89.731,59 millones. Esto evidencia que el mercado de valores ecuatoriano se caracteriza por la negociación predominante de títulos de renta fija y que las empresas privadas muestran una reticencia a abrir su capital accionario. En consecuencia, su contribución como emisores al mercado de valores se ha mantenido insignificante en términos de desarrollo y crecimiento.

De 19 títulos de renta fija que se negociaron en los últimos 10 años, apenas 6 de estos concentran el 85,85% del total negociado, de los cuales, considerados como un valor absoluto, el 82,99% fueron en Certificados de Depósito, Certificados de Inversión y Certificados de Tesorería, seguido de Papel Comercial, Obligaciones Corporativas y Bonos del Estado con el 17,01%, es decir, de los títulos preferidos por los participantes, el 44,04% corresponde a instrumentos emitidos por el Sector Financiero, el 40,69% por el Sector Público y apenas el 15,27% por el sector privado empresarial donde se incluye las Pymes. Lo anotado demuestra

que el sector privado empresarial, no tienen mayor participación como emisores y su intervención se basa en operaciones con Obligaciones Corporativas y Papel Comercial.

Para que las Pymes y empresas puedan emitir Obligaciones y Papel Comercial (títulos de renta fija) deben seguir el siguiente proceso que ha sido abreviado:

La junta general de accionistas o de socios resolverá sobre la emisión de obligaciones.

La emisión de obligaciones debe efectuarse mediante escritura pública.

El contrato de emisión debe contener al menos:

- a) Nombre y domicilio del emisor, fecha de la escritura de constitución de la compañía emisora y fecha de inscripción en el Registro Mercantil.
- b) Características de la emisión: Términos y condiciones de la emisión, monto, unidad monetaria, rendimiento, plazo, garantías, sistemas de amortización, sistemas de sorteo y rescates, fecha de pago, series de los títulos, destino de los fondos.
- c) Indicación de la garantía específica y su constitución
- d) En caso de estar representada por títulos indicar si es a la orden o al portador
- e) Procedimientos de rescates anticipados
- f) Limitaciones del endeudamiento a que se sujetará la compañía emisora
- g) Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones a que se sujetará el emisor mientras esté vigente la emisión, derechos y obligaciones del emisor, de los obligacionistas y de la representante de éstos últimos.
- h) Objeto de la emisión de obligaciones.
- i) Procedimiento de elección, reemplazo remoción, derechos, deberes y responsabilidades de los representantes de los tenedores.
- j) Indicación del representante de obligacionistas y determinación de su remuneración.
- k) Indicación del agente pagador y del lugar de pago de la obligación y determinación de su remuneración
- l) El trámite de solución de controversias
- m) Contrato de underwriting, si hubiere.

Los requisitos para la inscripción de Emisores y Valores se resumen a continuación:

1. Carta de solicitud de inscripción (Emisor y Valores) en el Catastro Público del Mercado de Valores y de autorización de la oferta pública.
2. Certificado de existencia legal del emisor y nombramiento del representante legal.

3. Certificado de desmaterialización de los valores emitidos por un Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores.
4. Fichas registrales según formato establecido por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
5. Los valores que se emitan deberán presentar una circular de oferta pública.
6. Registro en el Catastro Público del Mercado de Valores (Emisor y Valores).

Los requisitos para la Oferta Pública Primaria de Valores se resumen a continuación:

1. Requisitos para obtener la autorización de oferta pública:
  - a. Copia certificada del acta resolutive que autorice la emisión de las obligaciones.
  - b. Copia certificada de la escritura pública.
  - c. Copia del oficio o resolución emitido por la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria mediante la cual se aprueba la emisión.
  - d. Circular de oferta pública.
  - e. Los valores objeto de la oferta pública podrán optar por la contratación de una Calificadora legalmente establecida y autorizada e inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores. Esta calificación la debe mantener actualizada durante el plazo de vigencia de la emisión.

El contenido de la Circular de la Oferta Pública se resume a continuación:

Para Obligaciones de Largo Plazo:

- a) Portada
- b) Primera Parte: Incluirá el contenido de la información general
- c) Segunda Parte: Contendrá la descripción de la actividad/negocio del emisor
- d) Tercera Parte: Contendrá las características de la emisión
- e) Cuarta Parte: Contendrá la información económica y financiera
- f) Declaración juramentada del representante legal del emisor respecto a la veracidad e integridad de la información contenida en la Circular de la Oferta Pública.

Para Papel Comercial:

- a) Consiste en las anteriores dirigidas al programa de la emisión

Se puede observar que el proceso operativo y los requisitos necesarios para la emisión, inscripción y registro de Emisores y Valores en el Catastro Público del Mercado de Valores, así como la autorización de la oferta pública por parte de la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria, involucran un nivel significativo de conocimiento técnico, financiero y

legal. Esto se refleja en el uso de un lenguaje especializado que a menudo requiere de asesoramiento especializado, típicamente proporcionado por firmas locales especializadas, como consultores y casas de valores debidamente registradas en el Catastro Público del Mercado de Valores. Estos servicios conllevan costos para los emisores, independientemente de su tamaño o del monto de la emisión, lo que puede desincentivar la participación de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) en el mercado bursátil.

Las PYMES, que abarcan tanto las pequeñas como las medianas empresas, se definen en función del valor de sus activos, siendo las primeras aquellas cuyos activos oscilan entre USD 100.001 y USD 750.000, y las segundas con activos que van desde USD 750.001 hasta USD 3.999.999., mientras que las empresas grandes deben poseer activos mayores a USD 4.000.000.

Estas PYMES emisoras operan en diversos sectores, incluyendo servicios, comercio e industria. Durante el período analizado, algunas de ellas llevaron a cabo emisiones de obligaciones a largo plazo y papel comercial, con montos de emisión que se encontraban en el rango de USD 500.000,00 a USD 1.500.000,00.

Para las Obligaciones de Largo Plazo, los costos de emisión fueron relativamente altos entre el 3,72% y 6,40%, del monto de emisión independiente de su valor, emisiones que pagaron tasas de interés significativamente altas que van desde el 7% al 10%. Los costos señalados se concentran en la estructuración financiera y legal que va del 28,70% al 55,05%, la comisión de colocación del 13,06% al 64,57%, y el costo de las calificadoras de riesgos del 9,54% al 32,15%.

Para las emisiones de Papel Comercial, al igual que sucede en la Obligaciones, observamos que el nivel de los costos no está asociado con el monto de emisión, ni con sus activos, así los costos oscilan entre 4.01% y 4.36%. Los costos señalados se concentran en la estructuración financiera y legal que va del 34,44% al 48,37%, la comisión de colocación del 15,94% al 39,04%, y el costo de las calificadoras de riesgos del 23,91% al 30,23%.

Estos costos y tasas que están relacionadas con el tamaño y posición de las pymes en el mercado, así como con el riesgo percibido por los inversionistas, cuyos niveles no se encuentran regulados, por lo que limitan la participación de este sector en el mercado bursátil. En conclusión, actualmente solo hay 85 Pymes inscritas en el mercado de valores, de las cuales, en el período analizado no aparecen dentro de las 4 entidades del sector privado que concentran la negociación de títulos emitidos por el sector privado.

Los altos costos asociados con la emisión de valores de obligaciones y papel comercial, sumados a la limitación de recursos financieros y la menor capacidad de negociación que caracteriza a las Pymes, han sido factores determinantes para la restricción del acceso de estas empresas al mercado de valores.

Las Empresas Grandes emisoras operan en los sectores de metalmecánica, industrial, comercial y siderurgia que, durante el período de análisis, han llevado a cabo emisiones de obligaciones a largo plazo y papel comercial, con montos de emisión que oscilan entre USD 10.000.000,00 y USD 65.000.000,00.

Para las Obligaciones de Largo Plazo, los costos de emisión fueron significativamente bajos entre el 0,34% y 1,21%, del monto de emisión independiente de su valor, emisiones que pagaron tasas de interés relativamente más bajas que las pagados por las PYMES, que van de 6,50% al 8,50%. Los costos señalados se concentran en la estructuración financiera y legal que va del 5,33% al 13,58%, la comisión de colocación del 12,79% al 50,31%, y el costo de las calificadoras de riesgos del 7,12% al 29,05%.

Para las emisiones de Papel Comercial, al igual que sucede en la Obligaciones, para las Empresas Grandes, observamos que el nivel de los costos es considerablemente bajo que oscilan entre 0,28% y 1,36%. Los costos señalados se concentran en la estructuración financiera y legal que va del 8,88% al 10,39%, la comisión de colocación del 24,70% al 55,01%, y el costo de las calificadoras de riesgos del 4,62% al 9,71%.

En conclusión, el análisis de los costos de emisión de las empresas grandes muestra que, a diferencia de las pymes, las empresas grandes enfrentan menos obstáculos financieros en el proceso de emisión de valores de obligaciones y papel comercial. Su mayor capacidad de negociación, calificación crediticia AAA, su bajo costo en la emisión de obligaciones AAA y la competitividad en las tasas de interés les brindan ventajas significativas en el acceso a financiamiento a través del mercado de valores.

El Sector Financiero no puede emitir papel comercial pero sí Obligaciones de Largo Plazo, el cual, en el análisis se observa emisiones de tamaño de USD 30.000.000 hasta USD 250.0000.000, cuyos costos de emisión, expresados como porcentaje del monto total emitido, son relativamente bajos para todas las instituciones financieras analizadas, porcentajes que varían desde 0,192% hasta 0,513%. Los costos señalados se concentran en la estructuración financiera y legal que va del 7,81% al 21,43%, la comisión de colocación del 2,51% al 13,64%, y el costo de las calificadoras de riesgos del 2,98% al 18,18%.

En resumen, el análisis de los costos asociados a las emisiones en el mercado de valores resalta las marcadas disparidades entre las pequeñas y medianas empresas (PYMES), las grandes corporaciones y el sector financiero. Es esencial abordar la necesidad de una revisión exhaustiva de la normativa legal vigente con el propósito de promover un acceso equitativo al mercado de valores, asegurando igualdad de condiciones para todas las empresas. Al tomar en cuenta las particularidades de cada tipo de emisor, es posible diseñar un marco regulatorio más inclusivo, que fomente la disminución de los costos de emisión y simplifique el ingreso al mercado de valores, contribuyendo así al fortalecimiento del sistema financiero y al desarrollo económico del país.

La consecución de una mayor igualdad en el acceso al mercado tendría un efecto positivo en la estimulación y expansión del sistema financiero. Al brindar oportunidades de acceso al mercado a PYMES y empresas emergentes, se fomentaría la inversión, la innovación y el crecimiento económico. La diversificación de las alternativas de inversión atraería a una gama más amplia de participantes, incluyendo inversores extranjeros, lo que resultaría en un aumento de la liquidez y en el fortalecimiento de la economía en su conjunto.

La facilitación del acceso al financiamiento y la mejora de las opciones de inversión atraerían mayores flujos de capital, impulsarían el crecimiento empresarial y fomentarían la competitividad. La revisión de la normativa legal representa una oportunidad para crear un entorno financiero más inclusivo que promueva el desarrollo económico sostenible. La investigación concluye que es esencial contar con un sistema que abarque:

- Mayor difusión del Mercado de Valores y sus beneficios
- Requisitos claros y transparentes para la emisión de valores
- Menor tramitología para la emisión de valores en el mercado local
- Relación contractual con agentes de compensación y liquidación internacional.
- Mayor participación del sector público en las Bolsas de Valores del país
- Requisitos técnicos para emisiones soberanas
- Costos adecuados en el mercado y en la Bolsa para que participen sector privado y público.
- Participación de hacedores de mercado

La relación entre la Capitalización del Mercado de Valores y el Producto Interno Bruto, que mide la contribución del mercado de valores al crecimiento económico de un país, revela que en el Ecuador, durante el período 2013-2022, esta proporción promedió un modesto 7,49%,

quedando en un solo dígito. En contraste, Colombia y Perú registraron cifras significativamente más altas, con un 33,18% y un 36,91%, respectivamente. Esta disparidad refleja que el sector privado ecuatoriano tiene una participación limitada en el mercado bursátil, lo que se traduce en una contribución insuficiente al desarrollo del mercado de valores del país.

## **Recomendaciones**

### **Marco regulatorio y su importancia en el desarrollo del mercado de valores**

El desarrollo y la prosperidad del mercado de valores descansan en una serie de principios fundamentales, que actúan de manera conjunta para crear un entorno fiable y atractivo tanto para inversores como para empresas y otros participantes. Estos principios son esenciales para el crecimiento sostenible y exitoso del mercado de valores y requieren la colaboración de reguladores y actores del mercado para su preservación.

Además, un marco regulatorio adecuado es un pilar fundamental en este proceso, ya que proporciona la estructura y las normativas necesarias para asegurar la integridad, transparencia y confianza en el mercado, lo que, a su vez, fomenta la participación activa de inversores y empresas.

Los principios que se describen a continuación están estrechamente alineados con los estándares internacionales definidos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y los Principios para Infraestructuras de Mercado Financiero (PFMI), los cuales han sido desarrollados en colaboración entre la IOSCO y el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPSS). Estos estándares internacionales son reconocidos globalmente como marcos de referencia esenciales para garantizar el funcionamiento seguro, eficiente y transparente de los mercados de valores y las infraestructuras financieras.

Los principios mínimos fundamentales que deben observarse son los siguientes:

- 1. Protección al inversionista:** Este principio tiene una importancia fundamental y se centra en la salvaguardia de los intereses de los inversionistas, en especial de aquellos que pueden carecer de conocimientos o experiencia en los mercados financieros. La esencia de este principio radica en que el correcto funcionamiento del mercado se basa en la disposición de los inversionistas para participar en él. Para que se sientan

motivados a aportar su capital, necesitan contar con un entorno altamente confiable que garantice la seguridad de sus inversiones.

2. **Imparcialidad y justicia:** El mercado de valores debe operar de manera justa e imparcial para todos los participantes, sin importar su tamaño o influencia. Se deben evitar las prácticas injustas, como el uso de información privilegiada, para garantizar un ambiente de juego limpio y estimular la confianza de los inversionistas.
3. **Transparencia:** La transparencia es esencial para el mercado de valores, ya que permite que los inversionistas tengan acceso a información precisa, actualizada y completa sobre las empresas y los activos en los que desean invertir. La divulgación transparente de información financiera y operativa ayuda a los inversionistas a tomar decisiones informadas y a evaluar adecuadamente los riesgos y oportunidades.
4. **Competencia:** Fomentar un entorno competitivo y de libre competencia entre los intermediarios y participantes del mercado de valores. La competencia sana puede llevar a una mayor eficiencia y mejores servicios para los inversionistas. La competencia también fomenta la profesionalización de las actividades involucradas en la asesoría y evaluación financiera.
5. **Integridad:** La integridad del mercado se refiere a la garantía de que todas las operaciones en el mercado se realicen de manera justa y libre de manipulaciones. La integridad implica evitar prácticas fraudulentas, como el uso de información privilegiada o la manipulación de precios. Requiere establecer códigos de conducta y normas éticas para todos los participantes del mercado, incluidos corredores, intermediarios y empresas.
6. **Gestión de riesgos:** Los mercados de capitales ofrecen a sus participantes la posibilidad de ampliar sus carteras de inversión, lo que conlleva una disminución del riesgo global. Al invertir en una amplia gama de activos, sectores y regiones, los inversionistas pueden atenuar el impacto negativo de eventos desfavorables que puedan afectar a un activo o industria en particular.
7. **Accesibilidad:** A través de este mercado se abre la posibilidad para que las empresas tengan la oportunidad de obtener capital para financiar sus operaciones y proyectos de expansión. Al emitir acciones o bonos, las empresas pueden atraer inversionistas y recaudar fondos para sus actividades de crecimiento. Este principio se orienta a la promoción de una infraestructura de mercado que facilite la recaudación de capital para los emisores y que permita a los inversionistas participar de manera justa, abierta, e informada.



8. Estabilidad financiera: Un mercado de valores saludable contribuye a la estabilidad financiera en la economía. Al permitir que las empresas accedan a fuentes de financiamiento y atraer inversiones, se fomenta el crecimiento económico y se reducen los riesgos de crisis financieras.
9. Gobernanza: La gobernanza muestra la forma de administrar y controlar la compañía. Un buen gobierno corporativo es esencial para asegurar que las empresas operen de manera transparente, responsable y en beneficio de todos los accionistas.

### **Necesidad de incorporar reformas legales que fortalezcan el cumplimiento de los principios orientadores en el mercado de valores de Ecuador**

Dadas las circunstancias actuales que rodean el mercado de valores en Ecuador y considerando los lamentables acontecimientos ocurridos en las últimas dos décadas, resulta esencial diseñar un marco regulatorio adecuado para el progreso del mercado de valores. Este marco regulatorio proporciona la estructura y las normativas necesarias para asegurar la integridad, la transparencia y la confianza en el mercado, lo cual, a su vez, estimula la participación de los inversionistas y las empresas.

A continuación, se presentan diversas propuestas de reformas legales fundamentales para el desarrollo del mercado de capitales en el contexto ecuatoriano:

- **Regulación y Supervisión:** Como se revisó anteriormente, el principio de regulación y supervisión adecuada es el que permite garantizar el funcionamiento eficiente y el cumplimiento de las normas y reglamentos que rigen al mercado de valores. En Ecuador, tras el fraude de la ISSPOL, la afectación a los inversionistas ocasionada por la caída de Ecuagran y Delcorp, más otros lamentables sucesos como la emisión de reglamentos prohibitivos para la participación de las entidades bancarias, que ha respondido más a una serie de imposiciones ideológicas políticas del momento; se han evidenciado las falencias en el ámbito de la regulación y la supervisión que pueden ser abordadas a través de una reforma legal.

Para evitar los hechos mencionados en el párrafo precedente, se propone realizar las reformas pertinentes dentro de la normativa ecuatoriana que permitan afianzar la responsabilidad de los entes de regulación y supervisión de evaluar y monitorear de modo eficiente los riesgos que emergen en el mercado de valores y garanticen la estabilidad del sistema financiero. El objetivo es transitar hacia un nuevo modelo de regulación y

supervisión basado en riesgo, que es un enfoque utilizado por las autoridades regulatorias, inspirado en las mejores prácticas internacionales, para monitorear y supervisar las actividades financieras y los mercados en función de los riesgos potenciales que puedan surgir. En lugar de aplicar las mismas reglas y requisitos a todos los participantes de manera uniforme, este modelo se centra en identificar y abordar los riesgos más significativos que pueden afectar la duración y la probidad del sistema financiero.

Este modelo de regulación y supervisión basado en riesgos presupone varios elementos clave:

- **Enfoque proporcional:** El modelo de regulación adopta un enfoque proporcional para la supervisión, lo que significa que se aplican medidas proporcionales a la magnitud del riesgo. Esto implica que las entidades financieras con actividades de mayor riesgo (incluso aquellas más expuestas al lavado de dinero y financiamiento a grupos no legales generalmente al terrorismo – AML/CFT) están sujetas a una supervisión más intensiva y requisitos más estrictos.
  - **Monitoreo continuo:** Las autoridades regulatorias realizan un monitoreo constante del sistema financiero y los mercados para identificar y prevenir riesgos emergentes. Esto permite una respuesta más ágil a situaciones cambiantes y evita la aparición de riesgos sistémicos.
  - **Flexibilidad y adaptabilidad:** El modelo basado en riesgo es flexible y se adapta a las circunstancias cambiantes del mercado y la economía. Las regulaciones y requisitos pueden ajustarse según sea necesario para abordar los riesgos en constante evolución.
  - **Fomento de la autorregulación:** En algunos casos, el modelo de regulación basado en riesgo puede fomentar la autorregulación por parte de las instituciones financieras y otros participantes del mercado. Se espera que las entidades comprendan y gestionen adecuadamente sus propios riesgos para garantizar la permanencia y seguridad de sus operaciones.
  - **Coordinación internacional:** Dado que muchos riesgos financieros sistémicos son globales potencialmente, el modelo de regulación basado en riesgo promueve la cooperación y coordinación entre las autoridades regulatorias a nivel internacional para abordar los riesgos de manera efectiva.
- **Desarrollo del mercado de deuda pública:** Como ha sido explicado anteriormente y cubierto extensivamente por la literatura especializada en desarrollo de mercados de valores de economías en desarrollo, los valores emitidos por el Gobierno o Sector Público tienen una gran participación en el tamaño del mercado. La importancia de los valores de

renta fija públicos dentro del mercado de valores se evidencia en al menos dos aspectos: en primer lugar, por el volumen potencial de los valores de renta fija emitidos por el Gobierno, respecto al resto de valores emitidos; y, en segundo lugar, por el modo en que dichos valores establecen una referencia (benchmark) para la determinación de tasas de interés dentro del mercado y dentro de la economía.

Con el propósito de impulsar el despunte del mercado de valores, es de vital importancia que los bonos emitidos por el Estado cumplan con los estándares más rigurosos establecidos en diversos manuales y directrices emitidos por organizaciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o el Comité del Sistema Financiero Global del Bank for International Settlements (BIS). Esto se hace esencialmente para asegurar que los precios de estos bonos reflejen de manera precisa el nivel de riesgo inherente a estos instrumentos financieros. En el contexto de la legislación ecuatoriana, esto implica la necesidad de plantear reformas que garanticen que:

- Es de suma importancia que el Gobierno esté estrictamente comprometido con el principio de transparencia, generando así confianza y credibilidad entre los inversionistas. Resulta crítico que el Gobierno, a través del Ministerio de Economía y Finanzas como emisor, construya y mantenga un alto nivel de confianza en el mercado, ya que de ello depende la demanda, especialmente en emisiones a mediano y largo plazo. La transparencia también conlleva la responsabilidad de mantener al mercado informado sobre cualquier evento relevante que pueda impactar en el precio de los valores o influir de alguna manera en la toma de decisiones relacionadas con la inversión en dichos valores.
- Los bonos soberanos sean valores estándar, con plazos y montos predeterminados que se emitan periódicamente según una calendarización pública, para permitirles a los inversionistas tener previsibilidad respecto a la oferta de valores y se reduzca la incertidumbre. Además, es importante que exista variedad en dichos plazos, para que al mismo tiempo se pueda capturar el interés de diferentes tipos de inversionistas, con diferentes apetitos de riesgo y horizontes de inversión. Esto va a permitir ampliar la base de inversionistas, incluso inversionistas extranjeros, con lo cual incentiva el crecimiento de la demanda por los valores.
- Se exija la implementación de sistemas e infraestructura financiera de primer nivel que cumpla con estándares internacionales, tanto para la negociación, así como para custodia, compensación y desembolso de valores. Una infraestructura de

mercado sólida permite blindar de protección al inversionista al mismo tiempo que garantiza la integridad y credibilidad del mercado.

- Se garantice la concurrencia de inversionistas institucionales, siguiendo el principio de competencia y accesibilidad, por medio de un sistema de subastas que conduzcan al descubrimiento de precios. Si bien la negociación directa entre entidades públicas puede mantener las tasas de interés por debajo de lo que podría ocurrir en el mercado, esta práctica autolimita al Gobierno a negociar con un número muy reducido de entidades, generando autodependencia y evitando justamente el desarrollo del mercado. Es importante traer a colación la experiencia internacional que indica que el mejor modo de desarrollar el mercado de deuda pública es iniciando con las emisiones de corto plazo en el mercado de dinero. Un mercado de dinero apoya el desarrollo del mercado de bonos aumentando la liquidez de los valores. También facilita que las instituciones financieras cubran las necesidades de liquidez a corto plazo (mercado repo) y hace que resulte menos riesgoso y más rentable la tenencia de valores de corto plazo para su venta a otros inversionistas o para financiar a fondos y administradoras de inversiones.
- Depósitos centralizados y los sistemas de compensación y liquidación: La infraestructura financiera del mercado de valores en el país, afronta riesgos operativos y reputacionales muy críticos, dónde se requiere mejoras significativas para garantizar el cumplimiento de estándares internacionales. Recordemos que el caso del ISSPOL, donde se afectaron más de 900 millones de dólares en inversiones de la entidad, dejó en evidencia la preocupante condición de los depósitos centralizados tanto del (DCV), como el (DECEVALE). En consecuencia, es necesario que una reforma a la normativa del mercado de valores incorpore, como requisito para autorizar su funcionamiento el cumplimiento de estándares internacionales, y se exija que:
  - Se utilice un sistema electrónico certificado internacionalmente
  - Las transacciones se compensen y liquiden en tiempo real y se garantice el principio de liquidación llamado “entrega contra pago”, el cual estipula que el pago se realice antes o al mismo tiempo que la entrega de los valores.
  - Los sistemas y procesos sean auditados por entidades internacionales certificadas o acreditadas.
  - Los depósitos centralizados cuenten con mecanismos de identificación, prevención, monitoreo y gestión de riesgos operacionales.

Elevar los estándares y mejorar la calidad de los sistemas e infraestructura del mercado de valores ofrece un importante beneficio: la atracción de inversión extranjera en bonos soberanos nacionales y otros valores. Esto conlleva la entrada de recursos que fortalece la cuenta de capital del país, aumenta la liquidez en el mercado de valores y amplía la base de inversionistas interesados en los valores locales. Cuando los sistemas e infraestructura cumplen con estándares internacionales, se habilita la conexión de los depósitos nacionales con los sistemas centralizados internacionales, como EUROCLEAR o Clearstream. Esto simplifica aún más el acceso de los inversionistas extranjeros a los valores locales, ya que suelen preferir utilizar estos depósitos internacionales. Esta integración representa un gran estímulo para el desarrollo del mercado doméstico.

- **Calificadoras de riesgo o agencias de calificación crediticia (ACC):** Los casos de empresas emisoras que han caído en liquidación o bancarrota, y que gozaron de buenas calificaciones crediticias sobre sus valores, como los de Ecuagran, Delcorp y varios otros, demuestran que el análisis de calificación en el país es de baja calidad o producido a través de un proceso de integridad cuestionable. Estas calificaciones son perjudiciales o por lo menos de poca utilidad para los participantes del mercado. Calificaciones obsoletas que no reflejan los cambios en la situación financiera o las perspectivas de un emisor, inducen al error a los participantes del mercado. Asimismo, los conflictos de interés u otros factores internos y externos que afectan la independencia de una decisión de calificación pueden socavar seriamente la credibilidad de una ACC, ya que comprometen la confianza general de los inversionistas en la transparencia e integridad del mercado (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies emitido por IOSCO).

Por este motivo es necesario que, a nivel de norma legal, el mercado de valores se vea fortalecido con un proyecto reformativo que considere al menos los siguientes criterios:

- Las Agencias de Calificación Crediticia (ACC) deben adoptar, implementar y hacer cumplir procedimientos formales para asegurar que las opiniones que emitan se basen en un análisis exhaustivo de toda la información disponible y relevante para su evaluación. Esta metodología de calificación debe ser divulgada públicamente por la ACC.
- Toda ACC deben emplear metodologías de calificación rigurosas, sistemáticas y, siempre que sea posible, que resulten en calificaciones que puedan ser sometidas a alguna forma de validación objetiva basada en la experiencia histórica.

- Cuando se evalúe la solvencia crediticia de un emisor, los analistas involucrados en la preparación o revisión de cualquier acción de calificación deben utilizar de manera obligatoria las metodologías establecidas por la ACC. Además, deben estar sujetos a sanciones en caso de no aplicar de manera coherente la metodología establecida, según lo determine la ACC.
- Las Agencias de Calificación Crediticia deben llevar a cabo una supervisión continua y mantener actualizadas las calificaciones mediante revisiones periódicas de la solvencia crediticia del emisor. Además, deben iniciar una revisión cuando se disponga de información relevante que pueda impactar la calificación y actualizarla de manera oportuna de acuerdo con la metodología de calificación correspondiente. Todos estos procesos deben ser realizados de forma transparente y comunicados públicamente para garantizar la integridad y la confianza en el mercado.
- La Agencia de Calificación Crediticia (ACC) debe ser independiente y objetiva en sus calificaciones, por lo que no debe abstenerse de calificar por evitar posibles efectos económicos, políticos o de otro tipo. Es decir, la determinación de la calificación debe estar influenciada únicamente por factores relevantes para la evaluación crediticia y cualquier relación comercial no debe afectar la calificación asignada a un emisor o valor.

En una segunda fase, una vez que el mercado esté revitalizado gracias a las propuestas previamente mencionadas y se haya aumentado la liquidez, se podría incentivar la participación de actores más pequeños, como las PYMES, en instrumentos financieros más avanzados que ofrezcan condiciones de financiamiento más favorables y generen una percepción de menor riesgo entre los inversionistas.

Finalmente, dado que los sistemas integrados de las Bolsas de Valores datan de aproximadamente 30 años, se recomienda realizar actualizaciones o cambio del mismo, considerando los nuevos alcances propuestos con un espectro local e internacional.

**REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS**

- Albuja, I. (2013). *Integración del mercado de valores en Ecuador, factibilidad del proyecto*.  
<http://repositorio.puce.edu.ec/bitstream/handle/22000/9547/ALBUJA%20BA...pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Alonso, C. (2022). *Análisis de los efectos del Desarrollo Financiero en el Crecimiento económico de Mercados Emergentes: Caso Peruano y Chileno*.  
[https://repositorio.ulima.edu.pe/bitstream/handle/20.500.12724/17231/T018\\_73150616\\_T%20.pdf?sequence=6&isAllowed=y](https://repositorio.ulima.edu.pe/bitstream/handle/20.500.12724/17231/T018_73150616_T%20.pdf?sequence=6&isAllowed=y)
- Cadena, J., Pinargote, H., y Solórzano, K. (2018). *Mercado de Valores y su contribución al crecimiento de la economía ecuatoriana*.  
<https://www.redalyc.org/journal/290/29058775004/29058775004.pdf>
- Castro, E. (2018). *Análisis de la incidencia del Mercado de Valores en el Desarrollo de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador, período 2010 – 2016*.  
<http://repositorio.puce.edu.ec/handle/22000/14638>
- Garay, U., y Llanos, J. (2010). *Las decisiones de inversión de Luis Quintana*.  
<https://www.redalyc.org/pdf/716/71614355008.pdf>
- Garay, K. (2019). *Análisis del Mercado de Valores como fuente de financiamiento para la Pymes en España y en Ecuador*.  
<https://riunet.upv.es/handle/10251/127558>
- Gonzales, J. (2016). *El Mercado de Valores como fuente de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas ecuatorianas*.  
<https://revista.uisrael.edu.ec/index.php/rcui/article/view/4>
- Guamán, F. (2018). *Evaluación del Mercado de Valores ecuatoriano para invertir en renta fija y renta variable*.  
<http://dspace.esPOCH.edu.ec/bitstream/123456789/14700/1/20T01445.pdf>

Lituma, L. (2020). *Factores que afectan el funcionamiento de las Bolsas de Valores de Ecuador, Colombia y Perú.*

<https://dspace.uazuay.edu.ec/bitstream/datos/10290/1/15919.pdf>

Martínez, J. (2019). *El Mercado de Valores como alternativa de Financiamiento para la PYME de la Provincia de Pichincha en el período 2014 – 2017.*

<http://repositorio.puce.edu.ec:80/handle/22000/17881>

Molina, P., Morán, E., Molina, D. y Caiza, E. (2023). *Ineficiencia del Mercado de Valores de Ecuador a través del modelo de valoración de activos de capital (CAPM).*

<https://journal.espe.edu.ec/ojs/index.php/Sigma/article/view/3127>

Pavón, L. (2016). *Inclusión financiera de las Pymes en el Ecuador y México.*

[https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40848/S1601083\\_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40848/S1601083_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

Pérez, O., Rivera, A., y Solís, L. (2015). *Análisis del Mercado de Valores ecuatoriano como fuente de inversión para las Pymes.*

<http://repositorio.unemi.edu.ec/xmlui/handle/123456789/3058>

Rodríguez, A. (2007). *El mercado de capitales como alternativa de inversión.*

<https://www.redalyc.org/pdf/4655/465545877012.pdf>

Rosero, L. (2010). *El Desarrollo del Mercado de Valores en el Ecuador: una aproximación.*

<https://repositorio.flacsoandes.edu.ec/bitstream/10469/3490/1/RFLACSO-ED80-02-Rosero.pdf>

Valdospinos, E. (2012). *La emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores ecuatoriano.*

<http://repositorio.uisek.edu.ec/handle/123456789/219>



Vásquez, F., Muñoz, H. y Ortega, W. (2020). *El Mercado de Capitales y su impacto en la Economía ecuatoriana en el período 2001 – 2019*.

[https://scholar.google.es/citations?view\\_op=view\\_citation&hl=es&user=o5nBsKAAAAAJ&citation\\_for\\_view=o5nBsKAAAAAJ:9yKSN-GCB0IC](https://scholar.google.es/citations?view_op=view_citation&hl=es&user=o5nBsKAAAAAJ&citation_for_view=o5nBsKAAAAAJ:9yKSN-GCB0IC)

Rodríguez, M. y Cuellar, Lida. (2021). *Diagnóstico de la cultura organizacional de las Bolsas de Valores: Colombia, Perú y Chile, participantes de la integración regional, como herramienta para la toma de decisiones*.

<https://repository.javeriana.edu.co/bitstream/handle/10554/58242/Margarita%20Rodríguez%20Ortiz%20RH17%20Trabajo%20de%20grado%20Administración%20de%20Empresas.pdf?>

**INDICE DE FIGURAS**

<i>Figura 1 Tasa de capitalización bursátil 2013-2022 (millones usd).....</i>	<i>22</i>
<i>Figura 2 Montos negociados valor efectivo por sector 2013-2022(millones USD).....</i>	<i>31</i>
<i>Figura 3 Porcentaje de participación por sector 2013-2022.....</i>	<i>32</i>
<i>Figura 4 Comparación montos negociados en renta fija y variable 2013-2022 (millones usd).....</i>	<i>33</i>
<i>Figura 5 Porcentaje Participación Montos negociados Renta Fija y Variable 2013-2022.....</i>	<i>34</i>
<i>Figura 6 Monto negociado renta fija 2013-2022 (millones usd) .....</i>	<i>35</i>
<i>Figura 7 Porcentaje de Títulos de renta fija más negociados 2013-2022 (millones USD) .....</i>	<i>36</i>
<i>Figura 8 Monto Negociado Renta Variable años 2013-2022 (millones USD) .....</i>	<i>37</i>
<i>Figura 9 Principales Instituciones en negociación renta variable 2013-2022.....</i>	<i>38</i>
<i>Figura 10 Requisitos de inscripción.....</i>	<i>43</i>
<i>Figura 11 Requisitos para autorización de oferta pública. ....</i>	<i>44</i>
<i>Figura 12 Oferta Pública .....</i>	<i>45</i>
<i>Figura 13 Circular de oferta pública.....</i>	<i>45</i>
<i>Figura 14 Autorización e inscripción.....</i>	<i>46</i>

**INDICE DE TABLAS**

<i>Tabla 1 Emisores privados inscritos a nivel nacional.....</i>	<i>47</i>
<i>Tabla 2 División de las empresas en Ecuador.....</i>	<i>48</i>
<i>Tabla 3 Obligaciones de Largo Plazo.....</i>	<i>49</i>
<i>Tabla 4 Papel Comercial.....</i>	<i>50</i>
<i>Tabla 5 Costos de emisión de las Obligaciones de Largo Plazo.....</i>	<i>51</i>
<i>Tabla 6 Costos de emisión del Papel Comercial.....</i>	<i>52</i>
<i>Tabla 7 Obligaciones de Largo Plazo.....</i>	<i>54</i>
<i>Tabla 8 Papel Comercial.....</i>	<i>55</i>
<i>Tabla 9 Costos de emisión de las Obligaciones de Largo Plazo.....</i>	<i>56</i>
<i>Tabla 10 Costos de emisión del Papel Comercial.....</i>	<i>57</i>
<i>Tabla 11 Obligaciones de Largo Plazo.....</i>	<i>59</i>
<i>Tabla 12 Costos de emisión del Papel Comercial.....</i>	<i>60</i>
<i>Tabla 13 Costos asociados a una emisión de bonos de deuda.....</i>	<i>67</i>
<i>Tabla 14 Costos de ofertas públicas primarias de Bonos Corporativos.....</i>	<i>70</i>