

FACULTAD LATINOAMERICANA DE CIENCIAS SOCIALES
SEDE ECUADOR
PROGRAMA DE ECONOMÍA
CONVOCATORIA 2010-2012

TESIS PARA OBTENER EL TÍTULO DE MAESTRÍA EN ECONOMÍA Y
GESTIÓN EMPRESARIAL

IDENTIFICACION DE LOS NODOS QUE NO PERMITEN EL ACCESO DE
LAS PYMES AL MERCADO DE VALORES BAJO UN ENFOQUE
INSTITUCIONAL

CARMEN PATRICIA PAREDES POSSO

JULIO 2013

FACULTAD LATINOAMERICANA DE CIENCIAS SOCIALES

SEDE ECUADOR

PROGRAMA DE ECONOMÍA

CONVOCATORIA 2010-2012

**TESIS PARA OBTENER EL TÍTULO DE MAESTRÍA EN ECONOMÍA Y
GESTIÓN EMPRESARIAL**

**IDENTIFICACION DE LOS NODOS QUE NO PERMITEN EL ACCESO DE
LAS PYMES AL MERCADO DE VALORES BAJO UN ENFOQUE
INSTITUCIONAL**

CARMEN PATRICIA PAREDES POSSO

ASESOR DE TESIS: JULIO OLEAS

LECTORES: FERNANDO MARTIN – MARCELO VARELA

JULIO 2013

DEDICATORIA

A mis padres, hermanas y hermanos
quienes han sido mi referente de vida.

AGRADECIMIENTOS

A la FLACSO por los conocimientos impartidos
y muy especialmente a mi Director de Tesis
por su apoyo y continuo aporte
a la elaboración de esta investigación.

ÍNDICE

Contenido	Páginas
RESUMEN	7
CAPITULO I.....	8
INTRODUCCION.....	8
Contexto histórico	8
El problema de investigación	9
CAPITULO II.....	14
TEORIAS INSTITUCIONALES, MERCADOS FINANCIEROS Y DESARROLLO ECONOMICO, CONCEPTOS FUNDAMENTALES.	14
Las teorías institucionales.....	14
Teoría de la elección racional y la elección social	15
Teoría de la Organización. Teorías de la agencia y de los costos de transacción	16
El institucionalismo histórico	19
El Institucionalismo sociológico	20
Teoría de los Costos de Negociación	22
Teoría de Grupos y Organizaciones	24
Economía Institucional y el Grupo de Presión	25
Mercados Financieros.....	33
Mercado de Valores.....	34
Eficiencia del mercado	37
Regulación del mercado	38
Mercados financieros y desarrollo económico.	39
Conceptos fundamentales	40
CAPITULO III	43
METODOLOGIA.....	43
Tipo de investigación	43
Investigación documental	44
Fuentes de información	45
Datos.....	46

CAPITULO IV	50
ANALISIS INSTITUCIONAL DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO .	50
Introducción.....	50
Formalización institucional del mercado de valores	58
Análisis de los grupos relevantes de interés y su rol en el mercado de valores	62
Grupos inclusivos:	62
Grupos exclusivos	66
Otros Agentes	74
Grupos Latentes	75
Grupos de presión.....	81
Costos de Transacción.....	83
Identificación de las “conductas sociales” de la institución mercado de valores.....	86
CAPITULO V	94
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	94
Conclusiones.....	94
Recomendaciones	98
BIBLIOGRAFIA	101
ANEXOS	106

RESUMEN

La presente investigación realiza una lectura crítica de la estructura del mercado de valores ecuatoriano con la finalidad de identificar los factores institucionales que han restringido el acceso de las Pymes al financiamiento. Esta problemática ha sido analizada en un ámbito nacional para el período 2005-2010.

Habitualmente los mercados se estudian bajo el enfoque neoclásico; sin embargo, en nuestro caso optamos por un enfoque alternativo, el neo-institucional, puesto que brinda la posibilidad de realizar un análisis dinámico de la forma en que interactúan las instituciones con los agentes de mercado y en función de estas relaciones identificar las conductas sociales que definen la dirección del cambio institucional.

Esta investigación nos ha llevado a concluir que la institucionalidad del mercado de valores ecuatoriano ha sido permanentemente influenciada por los intereses que representan los grupos de presión, contribuyendo a la construcción de un mercado excluyente y distributivo que privilegia la participación de las grandes empresas y la intervención de grupos de poder, lo cual ha perpetuado el racionamiento del financiamiento hacia las Pymes.

CAPITULO I INTRODUCCION

El paradigma neoclásico considera un tiempo sin historia y postula que las instituciones están dadas, para simplemente concentrarse en la mecánica del mercado. Por el contrario, para el enfoque institucional el antecedente histórico toma gran relevancia, puesto que sostiene que “el presente y el futuro están conectados al pasado por obra de la continuidad de las instituciones de una sociedad. Las elecciones de hoy y del mañana están conformadas por el pasado” (North, 1993: 7). El conocimiento y análisis de la historia permite comprender como el cambio institucional influye en el desempeño económico.

Contexto histórico

En el año de 1969 el Estado ecuatoriano creó las Bolsas de Valores de Quito (BVQ) y Guayaquil (BVG) con la finalidad de contar con mecanismos que permitan canalizar los recursos financieros al nuevo sector empresarial y así impulsar el modelo de modernización e industrialización que se intentaba instaurar en el país. Sin embargo, durante las décadas de los años 70 y 80 existió un incipiente desarrollo del mercado con una clara dependencia de la participación del sector público.

La década de los noventa fue significativa en la construcción de la institucionalidad del mercado de valores, puesto que en 1993 se expidió la primera Ley de Mercado de Valores (LMV), en 1994 se privatizaron las bolsas de valores y se expidió la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero (LGISF) y, posteriormente, en 1998 se expidió la nueva Ley de Mercado de Valores que se encuentra vigente.

Entre 1998 y 1999 Ecuador sufrió una de sus peores crisis financieras y económicas dando paso a la adopción de un esquema de dolarización (2000), con lo cual se renunció a una herramienta fundamental de manejo de la política económica.

El quinquenio del 2005 al 2010, período de nuestro estudio, inició con una crisis política que terminó con la destitución del presidente Lucio Gutiérrez. Es a partir del año 2007 que el Ecuador alcanzó la estabilidad política con el gobierno de Rafael Correa, quién planteó un cambio radical y profundo del sistema económico-político.

El problema de investigación

El mercado de valores juega un rol fundamental en el desarrollo económico de un país, puesto que constituye un mecanismo de desintermediación financiera por medio del cual se canaliza el ahorro hacia las actividades productivas bajo un enfoque de asignación eficiente de recursos.

En países desarrollados este tipo de mercados proveen un importante potencial de financiamiento a la inversión, sea por medio de sus mercados accionarios o de sus mercados de renta fija, que contribuyen a la provisión de capital de largo plazo, diversificación de fuentes de financiamiento y disminución del costo financiero. A su vez satisfacen la demanda de inversionistas institucionales que dada su característica de fondeo pueden administrar y mantener este tipo de riesgos.

En el caso ecuatoriano no se ha logrado fortalecer y desarrollar este mercado ni siquiera en los niveles que sus pares latinoamericanos han conseguido hacerlo. Esta afirmación se puede corroborar con el informe *América Latina: sistemas financieros y financiamiento de la inversión*, en el cual se señala que únicamente “Chile muestra niveles de profundidad de mercado comparables con otras regiones más desarrolladas” (Jiménez y Manuelito, 2011: 57).

El mercado de valores ecuatoriano se caracteriza por ser un mercado pequeño, en el cual los montos negociados durante el período 2005-2010 alcanzaron en promedio el 9,92% del PIB. El mercado se encuentra fraccionado en dos bolsas de valores (BVQ y BVG) entidades que funcionan en un ambiente de competencia restringida y amparadas por un principio político de “equilibrio regional” que les ha permitido mantener mercados seguros y cautivos.

Así también, este mercado se caracteriza por su alta dependencia y concentración en el sector público y en el sistema bancario los cuales participan en promedio del 80% sobre los montos negociados, lo cual contradice su objetivo principal que es la canalización del ahorro hacia las actividades productivas.

Siendo el mercado de valores un mecanismo para direccionar el ahorro al sector real, se esperaría que dicho sector mantenga una participación significativa en los procesos de emisión de valores, más aún cuando según cifras del último censo económico se determinó que la demanda de crédito productivo no está cubierta en alrededor de US\$ 4.739 millones.

El protagonismo de las Pymes en el desarrollo económico, social y empresarial del país es incuestionable, tanto por su participación en la producción, la capacidad de generación de empleo y el amplio potencial redistributivo. Sin embargo, éstas se ven enfrentadas a condiciones de acceso al crédito poco competitivas, puesto que la oferta de crédito se caracteriza por altos costos de financiamiento, plazos cortos y altas exigencias de garantías.

La motivación para la investigación de este tema nace de mi experiencia profesional, realizada en el mercado de valores, la cual me ha permitido evidenciar que su insuficiente desarrollo no se deriva únicamente de la escasa profundidad, liquidez, transparencia, eficiencia o la poca cultura financiera y bursátil. En gran medida, la apropiación del mercado por parte de grupos de presión, facilitada por el establecimiento de leyes y normativas que propician y refuerzan su participación, así como la fragmentación del mercado ocasionada por la existencia de dos bolsas de valores enfocadas a mantener sus espacios de poder, lo han convertido en un mercado excluyente y elitista que no ha promovido o facilitado el acceso democrático al financiamiento de todos los sectores productivos y ha privilegiado la participación de las grandes empresas restringiendo al país de contar con un mecanismo fundamental para alcanzar el desarrollo económico.

Bajo esta hipótesis, esta investigación analiza los nodos institucionales, en donde se ha limitado el acceso de las Pymes al financiamiento del mercado de valores ecuatoriano durante el período 2005-2010. Esto supone evaluar si el marco regulatorio fomentó el desarrollo del mercado de valores como mecanismo de financiamiento de las Pymes; determinar si la estructura institucional de este mercado limitó el acceso al financiamiento de las Pymes; e identificar las conductas sociales presentes en dicho mercado que han restringido la participación de las Pymes. Es así que las preguntas de investigación se plantean como sigue:

Pregunta General

¿Cuáles han sido los nodos institucionales que no han permitido el acceso de las Pymes al financiamiento del mercado de valores ecuatoriano durante el período 2005-2010?

Preguntas específicas

¿Fomentó el marco regulatorio vigente el desarrollo del mercado de valores como mecanismo de financiamiento de las Pymes?

¿La estructura institucional del mercado de valores limitó el acceso al financiamiento de las Pymes?

¿Las conductas sociales del mercado de valores han propiciado la participación de las Pymes en este mercado?

Para obtener respuestas a estas interrogantes se investiga a los agentes del mercado bursátil, en especial autoridades de las bolsas, funcionarios de las casas de valores, las autoridades de control. También se analiza el crecimiento del mercado basándonos principalmente en los volúmenes negociados, el número de transacciones, el incremento de nuevos emisores y el aumento del número de ofertas públicas. Afirmar que en los últimos años el mercado no se ha potenciado en su *profundidad, amplitud y liquidez*, debido a que el sector público, en especial el IESS, ha mantenido un magro aporte en el volumen de negociaciones, resulta por demás reduccionista. Esta afirmación excluye las relaciones de poder existentes en este mercado, que han direccionado el desempeño de éste en beneficio de pocos.

Por otro lado, analizar el mercado de valores ecuatoriano bajo un enfoque neoclásico no permitiría identificar y comprender los propósitos, las relaciones e influencias de grupos de interés que no han permitido que los potenciales beneficios del mercado de valores permee hacia las Pymes. De ahí la necesidad de buscar un enfoque teórico que permita cualificar el mercado y, a partir de esto, analizar por qué no se ha facilitado la inclusión y participación activa y democrática de todos los sectores económicos – en especial de las Pymes.

Se asume que el enfoque neo-institucional permite un análisis más dinámico de los complejos procesos de interacción entre instituciones y organizaciones e incorpora el estudio de los grupos de presión que suelen oponerse al cambio institucional con la finalidad de proteger sus intereses, aún cuando éstos se contrapongan al interés colectivo.

En vista de la escasa existencia de estudios previos referentes al mercado de valores ecuatoriano, esta investigación comenzó por realizar un enfoque exploratorio

para posteriormente ampliarlo a la descripción institucional del mercado. Esta metodología no enfatiza en las variables habituales del enfoque neoclásico, sino que se orienta a los factores institucionales que han determinado el cambio institucional y que han contribuido a la construcción de un mercado excluyente. La cobertura del estudio es nacional, gracias a la consolidación de las cifras de operaciones cerradas en la bolsa de valores de Quito y Guayaquil.

Durante el desarrollo de la investigación fue necesario modificar el período de estudio y acotarlo al lapso 2005-2010, debido a la casi inexistente información del mercado bursátil en los primeros años del siglo XXI. Esta decisión fue tomada con la finalidad de garantizar la confiabilidad de la información estadística. Sin embargo de que:

“...en las ciencias sociales con frecuencia los métodos de investigación suelen dividirse en dos grandes grupos: los cuantitativos y los cualitativos. Los primeros se definen por su carácter numérico y por dar prioridad al análisis de la distribución, repetición, generalización o predicción de los hechos sociales. Los segundos ponen énfasis en la *visión* de los actores y el análisis contextual en el que ésta se desarrolla centrándose en el significado de las relaciones sociales” (Tarres, 2009:63).

Dado el objetivo de esta investigación se ha previsto realizar una combinación de herramientas cualitativas y cuantitativas, que permitan dar respuesta a las preguntas de investigación planteadas.

La investigación documental se basa en fuentes bibliográficas (libros, antologías, artículos especializados y anuarios) que permiten contextualizar el objeto de estudio dentro de un marco histórico político en el cual evolucionó el mercado de valores. Para el análisis normativo se estudian leyes, decretos, reglamentos, resoluciones, etc. vigentes durante el período de estudio y que por su aplicación obligatoria hayan contribuido a la construcción de un mercado excluyente. El análisis cuantitativo se realiza a partir de fuentes “oficiales”, la Superintendencia de Compañías (SIC), las bolsas de valores, el Banco Central del Ecuador (BCE) y los ministerios relacionados con el ámbito económico.

El segundo capítulo desarrolla el marco teórico del estudio, realiza una aproximación a la diversidad de enfoques institucionales en base a los cuales se analiza el complejo funcionamiento del mercado de valores como institución social. La teoría

de grupos sirve para caracterizar los comportamientos inclusivos y/o exclusivos de las organizaciones que conforman el mercado de valores y la identificación de grupos de presión y su influencia en el cambio institucional. También se realiza un acercamiento a los mercados financieros, específicamente el mercado de valores, y su relación con el desarrollo económico del país. Finalmente, se detalla los conceptos fundamentales que facilitan la comprensión de la temática de estudio.

El capítulo siguiente desarrolla en forma detenida la metodología aplicada a lo largo de la investigación.

El cuarto capítulo describe en clave institucional el objeto de estudio, dentro del marco teórico detallado en el segundo capítulo. Se analiza al mercado de valores como una “institución social” conformada por sujetos, entidades, normativa legal y costumbres sociales que interactúan entre sí dando paso a la evolución de la institución. Se describe la forma en que se articula socialmente el mercado de valores y cómo produce conductas sociales *excluyentes* y *distributivas* que propician una nula participación de los sectores productivos. Esto permite afirmar la necesidad de que esta institución sea regulada desde el ámbito político, procesando la necesidad de las Pymes de acceder a crédito más barato y en mejores condiciones de plazos y garantías.

En el capítulo quinto detallamos las principales conclusiones y recomendaciones inferidas de los capítulos previos.

CAPITULO II

TEORIAS INSTITUCIONALES, MERCADOS FINANCIEROS Y DESARROLLO ECONOMICO, CONCEPTOS FUNDAMENTALES.

Si se analiza el mercado de valores bajo el enfoque de la teoría neoclásica, que sostiene que el mercado tiende al equilibrio, el estudio podría basarse principalmente en la evolución de variables vinculadas a la oferta y a la demanda de recursos financieros reflejadas en el número de ofertas públicas, el número de transacciones, los montos negociados, el volumen de la capitalización bursátil, la relación entre montos negociados y producto interno bruto, entre otros.

Un análisis cuantitativo no permite conocer si la evolución de ese mercado se ha dado en base a la participación activa y democrática de todos los actores de la economía del país, de cualquier tipo y tamaño. Tema éste que resulta fundamental si se asume que el objetivo principal de este mercado debería ser canalizar los recursos financieros a las actividades productivas, convirtiéndose en un mecanismo para contribuir a solucionar la principal problemática enfrentada por las Pymes, como es el acceso al financiamiento.

Bajo esta consideración un enfoque alternativo de la estructura del mercado de valores, bajo el punto de vista institucionalista, podría representar “un cambio de paradigma del concepto estático y de equilibrio de la economía neoclásica al concepto dinámico de proceso y evolución” (Homan, 1971:536) que permitiría identificar por qué en el caso ecuatoriano, entre 2005 y 2010, el mercado de valores no ha trascendido a las Pymes.

Las teorías institucionales

Cuando se habla de mercado de valores necesariamente se debe hacer referencia a la institucionalidad que ha marcado su nivel de desarrollo actual. Para este estudio se asume que las instituciones son “las reglas de juego creadas por el hombre, que dan forma a la interacción humana tanto en el ámbito político como en el social y en el económico” (North, 1993:13).

“Las instituciones establecen los incentivos y las restricciones que guían la percepción, las preferencias y las decisiones de individuos y organizaciones. La distinción entre reglas y actores es básica para entender los procesos de formación de preferencias y el cambio institucional. El cambio institucional es fruto de la interacción entre instituciones y organizaciones en entornos de incertidumbre y competencia, y es el resultado incremental del alineamiento progresivo

de incentivos provenientes de distintos niveles de instituciones” (Prats, 2007:122).

El estudio de las instituciones abarca complejas y dinámicas líneas de pensamiento y por tanto varios tipos de institucionalismo, por ello la necesidad de realizar un acercamiento a los diversos enfoques planteados.

Teoría de la elección racional y la elección social

La teoría de la elección racional, que posteriormente se conoció como teoría de juegos, brinda un aporte metodológico que permite comprender con una lógica matemática la interacción entre actores; sostiene que “las instituciones son fruto del interés de los actores que acuerdan unos objetivos mutuamente ventajosos” (Prats, 2007:130).

“En esta teoría las preferencias son exógenas, están preestablecidas y, por lo tanto, quedan fuera del modelo que se utiliza para explicar un resultado observado ex ante. Por ello, la teoría de la elección racional tiene dificultades para explicar el cambio institucional, puesto que la racionalidad que explica un resultado sólo puede explicar uno distinto si cambia la ordenación de las preferencias de los individuos y los induce a actuar de otra manera” (Mirowski, 1986:252-255).

Esta teoría sostiene que los individuos se ven motivados a cooperar, sin requerir la intervención de instituciones formales, cuando los intercambios se realizan de manera repetitiva, lo cual conlleva a la formación del *capital reputacional*.

Sujetarse a los términos del intercambio es más probable cuando el acuerdo se repite sucesivamente entre los mismos jugadores, lo cual deriva en beneficios superiores que el incumplimiento del contrato. Sin embargo en la práctica los intercambios se llevan a cabo una sola vez y no vuelven a repetirse, o por el contrario los participantes cada vez son distintos; con lo cual se vuelve necesario la participación de una tercera parte que vele por el cumplimiento cabal de los contratos y que exija su cumplimiento a través de la coacción (Axelrod, 1984).

“A medida que el comercio y la especialización aumentan, crece el número de personas que realizan intercambios, es más fácil recurrir a sanciones colectivas y es necesario crear instituciones económicas formales para transmitir información sobre comportamientos oportunistas, resolver conflictos e imponer sanciones” (Prats, 2007:132).

En las economías capitalistas el control del cumplimiento obligatorio está a cargo del Estado, que posee la fuerza coercitiva para presionar a los agentes para que se ajusten a

las exigencias de los contratos. Sin embargo en muchas ocasiones resulta costoso determinar si un contrato ha sido violado o no, así como determinar la compensación por la violación e incluso la imposición de sanciones. Esto incrementa la incertidumbre y por ende limita la posibilidad del cierre de negociaciones a bajo costo.

La “teoría de la elección racional” dio paso a la “escuela de elección social” a través del estudio de decisiones de grupo. Según se menciona en *Revisión crítica de los aportes del Institucionalismo a la teoría y la práctica del desarrollo*, el dilema de la acción colectiva muestra que “las decisiones públicas que afectan a una mayoría desorganizada pueden ser capturadas por organizaciones pequeñas mejor organizadas e intereses más fuertes en los resultados de decisión” (Olson, 1965: s/r citado en Prats, 2007:133).

En los países en desarrollo y con grandes desigualdades es habitual ver cómo los grupos de presión se oponen al cambio institucional y lo bloquean permanentemente, con la finalidad de proteger sus intereses particulares.

“Cualquier grupo que tiene poder lo usa en su propio beneficio. Por tanto, las elites dirigentes que tienen interés en mantener su poder en sociedades con instituciones ineficientes no pueden renunciar a ese poder porque los ganadores del cambio institucional no se pueden comprometer con esquemas de compensación para los perdedores” (Roland, 2004:115 citado en Portes, 2006:17).

Teoría de la Organización. Teorías de la agencia y de los costos de transacción

Es importante distinguir las instituciones de las organizaciones. Estas últimas se crean a partir del marco institucional y cumplen el rol de jugadores, más no de reglas de juego. Las organizaciones pueden ser entes políticos, económicos, sociales, etc., cuyos integrantes comparten intereses comunes; su creación, fortalecimiento y permanencia está influenciada por el marco institucional. Estas entidades son creadas con el objetivo de maximizar la riqueza y el ingreso, por tanto en el intento de alcanzar su meta pueden buscar alterar la estructura institucional.

“La teoría de la agencia y de los costos de transacción es el contrato entre el principal (que ostenta el poder o la propiedad del bien) y el agente (designado por el principal para realizar la acción o acciones de su interés), como cada parte tiene información distinta, existen asimetrías que dan lugar a ineficiencias en el intercambio económico” (Williamson, s/r).

Frecuentemente los mercados financieros con un desarrollo limitado enfrentan graves problemas de asimetrías de información, las cuales suelen ser resultado de factores estructurales como institucionales, los cuales no permiten un adecuado flujo de información entre todos los actores y derivan en ineficiencias del mercado el momento de la construcción de precios para los instrumentos financieros.

“La ‘información asimétrica’ propicia que los prestamistas (principal), teniendo conocimiento del valor esperado de rendimiento bruto pero desconociendo el riesgo de los proyectos que financian, racionen los recursos (créditos) disponibles entre los prestatarios (agentes) solicitantes. A pesar de la disposición de ciertos prestatarios (agentes) por aceptar altas tasas de interés por el crédito, los prestamistas (principal) temen aumentar las tasas de interés por arriba del umbral, eso, para evitar deterioro de la capacidad de reembolso de esos prestamistas” (Destinobles, 2002:173).

“Cuando el set de información utilizado por un demandante para decidir es diferente de aquel en posesión de un oferente, existe una asimetría que puede dar lugar a ineficiencias en las asignaciones de los recursos: circunstancia que impacta sobre los mercados y genera imperfecciones en los mismos” (Akerloff, 1970).

Según Prats la selección adversa y el riesgo moral constituyen los problemas de información más relevantes para la definición de los costos de transacción. La selección adversa se configura previa al acuerdo y se genera cuando una de las partes dispone de información privilegiada y hace uso de ella para incrementar su beneficio, el cual no podría ser obtenido si el contrato se realizara dentro de un mercado perfecto.

“Esta asimetría concierne al acreedor siempre que el deudor pueda utilizar su mayor información para extraer un beneficio a sus expensas, y para que ello ocurra es preciso que estén presentes los siguientes factores: a) el deudor viola el contrato ocultando información sobre las características o los ingresos efectivos del proyecto; b) el acreedor no cuenta con la información ni el control suficientes sobre el deudor como para evitar la defraudación; c) existe riesgo de repago de la deuda y responsabilidad limitada para el deudor” (Bebczuk, 2000:17).

El riesgo moral se presenta una vez cerrado el contrato y se genera debido a la imposibilidad del principal para acceder a la información relevante sobre el desempeño de las variables internas, así como para vigilar las acciones de la contraparte; lo cual da lugar a comportamientos oportunistas.

“En un contexto económico, el riesgo moral surge cuando una entidad no asume la totalidad de los costos de sus acciones. Por lo tanto tenderá, al menos a veces, a actuar de una manera distinta de cómo actuaría si estuviera en un ámbito de libre competencia perfecta, donde

las externalidades de los costos potenciales del salvamento serían plenamente internalizadas por sus competidores. Cuando hay riesgo moral, esa entidad obliga a otras partes a asumir algunos de los costos de sus acciones” (Greenspan, 2010:46).

En el caso de los mercados financieros, la crisis internacional de 2008 visibilizó la magnitud de un problema derivado del riesgo moral conocido como “demasiado grande para quebrar” (DGPQ), calificativo dado a aquellas “entidades cada vez más complejas que generan un potencial de riesgos sistémicos inusualmente altos para la economía nacional e internacional si llegan a quebrar” (Greenspan, 1999:46). Este problema era considerado en EEUU como un asunto marginal, pero cobró gran relevancia al convertirse en “una importante y visible amenaza para el crecimiento económico puesto que, una vez ejecutado el salvamento de Fannie Mae y Freddie Mac, los agentes del mercado podían asumir que, si surge la ocasión, toda entidad financiera importante sería rescatada con dinero de los contribuyentes” (Greenspan, 1999:45).

“En el caso de las empresas, los problemas de riesgo moral surgen del incentivo que tienen los directivos para tomar decisiones o realizar actuaciones en beneficio propio, dadas las dificultades de accionistas y acreedores para controlarlas” (Menéndez, s/f: 489).

Los costos de transacción y los problemas de asimetría de información son fundamentales en este estudio. Como se demostrará adelante, en el mercado de valores ecuatoriano existe poca disposición a transparentar la información por parte de las Pymes, sin que ello haya sido compensado por las bolsas de valores proponiendo incentivos para promover esta práctica. De esta manera, sus servicios se han mantenido enfocados en las grandes empresas que sí disponen de información financiera suficiente y que están dispuestas a hacerla pública.

Usualmente la teoría de la asimetría de información tiene un enfoque unilateral: se sostiene que el prestamista no dispone de información suficiente que le permita conocer las condiciones financieras reales del demandante del crédito. Sin embargo, en el caso ecuatoriano la deficiencia de información es bilateral: en los mercados de inversión las bolsas carecen de información suficiente para proveerla oportunamente al mercado, la cual es indispensable para la toma de decisiones de inversión.

El institucionalismo histórico

North y Thomas identificaron la relevancia de las instituciones en el desempeño económico. North definió a “las instituciones como restricciones e incentivos que guían la acción humana e incluyó a las instituciones políticas (sistemas electorales), económicas (que definen los derechos de propiedad) y sociales (que rigen la ideología y los modelos mentales) en su análisis” (North: 1981 citado en Prats, 2007:137).

Las instituciones formales, nombradas también por Roland Coase como de *movimiento rápido* (leyes, reglamentos, resoluciones, contratos, entre otros), así como los acuerdos, códigos de conducta y normas de comportamiento que integran las instituciones informales, evolucionan permanentemente dando paso al cambio institucional.

Las instituciones formales incluyen reglas políticas y económicas establecidas a través de constituciones, estatutos y leyes comunes que se encuentran jerarquizadas, de manera que resulte más costoso alterar las de mayor grado jerárquico. Sin embargo los participantes podrán destinar los recursos necesarios para alterar la estructura básica de la política para reasignar derechos (North, 1993).

“Los organismos se crean con un propósito deliberado, como consecuencia de la oportunidad, la cual en general es debido al conjunto de limitaciones existentes (tanto las institucionales como las tradicionales de la teoría económica), y en el curso de sus empeños por lograr sus objetivos constituyen una fuente principal del cambio institucional” (North, 1993:16).

“La función de las normas es facilitar el intercambio político o económico, sin embargo no podemos pasar por alto que las reglas son, al menos en gran parte, ideadas para favorecer los intereses del bienestar privado, no del bienestar social” (North, 1993:68). Por ejemplo las que limitan el ingreso de nuevos competidores al mercado, las que imponen inspecciones excesivas, restringen el acceso a información, entre otras.

“Las instituciones no son creadas por fuerza ni tampoco para ser eficientes socialmente; más bien estas instituciones, o cuando menos las reglas formales, son hechas para servir los intereses de quienes tienen el poder de negociación para idear nuevas normas” (North, 1993:29).

“Las limitaciones informales o de *movimiento lento*, arraigadas en la cultura son difíciles de cambiar, ya que provienen de información transmitida socialmente y son parte de la herencia cultural” (North, 1993).

Es importante mencionar que aparte de las normas, el poder es un mecanismo utilizado por aquellos actores que tienen la habilidad específica y diferenciada para presionar e incluso obligar a individuos o grupos a someterse a su voluntad. En *Instituciones y Desarrollo: Una revisión conceptual*, Portes señala que:

“Mientras los valores motivan o restringen, el poder permite. Naturalmente, las élites que controlan los recursos que confieren poder tratan de estabilizar y perpetuar su posición moldeando los valores de modo que la masa de la población sea persuadida de la *justicia* del orden existente. El poder que así se legitima se convierte en autoridad, cuando los subordinados aceptan su posición” (Weber, 1947 y Bendix, 1962 citado en Portes, 2006:22).

El Institucionalismo sociológico

Contrario a lo que sostiene la teoría de la elección racional, el institucionalismo sociológico plantea una predominancia de los convencionalismos frente a la racionalidad en el momento de la toma de decisiones. Lo cual se genera debido a la gran influencia de las instituciones sobre los valores sociales a través de los hábitos y la tradición. A diferencia de lo que sostiene “la teoría de la organización, la sociología económica mantiene que muchas instituciones económicas no responden a razones de eficiencia o minimización de costos de transacción, sino que son fruto de la construcción social” (Prats, 2007:139-140). “Se crean a través de la repetición y la reputación y son complementarias de las instituciones formales, que contribuyen a garantizar el cumplimiento de los contratos en contextos de gran incertidumbre y asimetrías de información” (March y Olsen, 1989).

“El institucionalismo sociológico muestra que los procesos de *isomorfismo institucional*¹ -fruto de la coerción y la emulación- generan instituciones que no se adaptan a la estructura social y resultan nocivas para el desarrollo. Las reformas no pueden desconocer el momento histórico, ni el contexto social e institucional” (Prats, 2007:142).

Es necesario hacer mención de la diferenciación que la sociología hace de cultura y estructura social. “La cultura incorpora los elementos simbólicos esenciales para la interacción humana, la comprensión mutua y el orden. La estructura social está compuesta por personas reales que desempeñan roles ordenados en una escala jerárquica de algún tipo” (Portes, 2006:19).

¹ “Las organizaciones tienden a adoptar fórmulas institucionales aceptadas y consolidadas en su entorno de referencia como mecanismo de legitimidad” (Martínez, 2006:197).

Portes menciona que la literatura institucionalista ha olvidado un instrumento analítico fundamental, el *rol*, que permite explicar cómo los individuos interactúan en un ambiente social ocupando un rol y, por tanto, están sujetos a las limitaciones e incentivos de las reglas establecidas. Sin embargo aclara que “los roles son parte integral de las instituciones pero no son instituciones” (Portes, 2006:21).

Para sintetizar el análisis anterior sobre las escuelas institucionalistas, el Cuadro 1 presenta un resumen de las características de cada una de ellas:

Cuadro 1. Escuelas Institucionalistas

	Elección racional y social	Teoría de la organización (o la agencia)	Histórico	Sociológico
Definición de institución	Reglas de Juego	Contrato entre actores que establece incentivos y restricciones	Reglas que establecen procedimientos, rutinas y convenciones	Valores, creencias y reglas que los actores "suponen dadas"
Surgimiento de las instituciones	Interés compartido por los jugadores	Resolver problemas de información en los acuerdos	Procesos históricos de pugnas de poder	"Lógica de apropiación"
Cambio institucional	Fruto de una variable exógena	Derivado de la minimización de los costos de transacción	Cambio de las relaciones de poder entre actores	Evolución a partir de procesos y valores sociales
Principales problemas	Dilema del prisionero, tragedia del ejido, problema del compromiso, captura de rentas	Asimetrías de información, múltiples principales y agentes, inconsistencia temporal	Dependencia de la trayectoria. Falta de acoplamiento	Isoformismo por coerción, emulación, aprendizaje y competencia

Fuente: Prats (2007:129)

Según Prats “el desarrollo depende del funcionamiento del conjunto de la matriz institucional, compuesta por instituciones y organizaciones que cambian a distintas velocidades; la coordinación entre actores e instituciones que operan en los distintos niveles es esencial para el desarrollo” (Prats, 2007: 123).

El Cuadro 2 permite observar la frecuencia de cambio, efecto, funciones y ejemplos por nivel de instituciones.

Cuadro 2. Niveles de instituciones

Nivel	Frecuencia de cambio	Efecto	Funciones	Ejemplos
1. Estructura social y cultura	Largo Plazo (100 a 1.000 años) también cambian por una crisis o un choque repentino	Define la forma en que una sociedad se conduce a si misma	Estructura la cooperación y la confianza social, legitima las instituciones formales	Instituciones Informales, ideología, tradiciones y conflictos sociales (exógenas)
2.- Instituciones relativas a las reglas de juego	Largo Plazo (25 a 100 años)	Define el contexto institucional	Principales funciones políticas y económicas	Régimen político y de derechos de propiedad
3. Instituciones relacionadas con los actores del juego (governance)	Mediano Plazo (5 a 25 años)	Arreglos institucionales y construcción de organizaciones	Aplicar decisiones públicas, definir las estructuras de intercambio	Leyes de los partidos y de su financiación, sistemas electorales, leyes de comercio
4. Instituciones relativas a los mecanismos de asignación	Corto y mediano plazo (1 a 5 años)	Ajuste de precios y cantidades, alineamiento de incentivos	Pautar las decisiones de compra-venta, de producción, fijar salarios	Asignación de recursos a través de la política comercial, sistemas de seguridad social, instituciones del mercado de trabajo

Fuente: Prats (2007:124)

Teoría de los Costos de Negociación

El seguimiento del cumplimiento de las normas implica costos, así como la necesidad de diseñar mecanismos que permitan identificar si una norma ha sido transgredida, el grado de incumplimiento y el detener al infractor. North sostiene que el hecho de que las sociedades no cuenten con capacidades suficientes que garanticen un cumplimiento eficiente suele ser la causa principal del estancamiento y del subdesarrollo de éstas (North, 1993: 76).

El cumplimiento de los contratos también depende del interés que las partes tengan en que estos se cumplan y gran parte de la conveniencia que las partes muestren dependerá de que los costos de medición y cumplimiento de los acuerdos presenten beneficios que excedan los costos.

Las limitaciones informales bajo la figura de reputación, normas de conducta, o acuerdos suelen ser medidas más eficaces para presionar a los participantes a que se sujeten a los contratos firmados.

“Los costos consisten en los recursos necesarios para medir los atributos tanto legales como físicos que se están intercambiando, los costos de vigilar y hacer cumplir el acuerdo y un descuento por incertidumbre que refleja el grado de imperfección en la medición y cumplimiento obligatorio de los términos de intercambio” (North, 1993:86).

Los costos de negociación no son necesariamente fáciles de medir cuando no existe una eficiente infraestructura institucional, pues estos incluyen por ejemplo el tiempo para obtener información (hacer fila, largos trámites, sobornos, etc.) así como las pérdidas ocasionadas por ineficiencias de servicios públicos (daños en líneas telefónicas, tiempos de espera para conseguir licencias, trámites legales), entre otros.

Lejos de lo que sostiene la economía neoclásica, según la cual los mercados perfectos permiten negociar con costos nulos, ya que la estructura competitiva de los mercados eficientes permite a los agentes alcanzar la maximización del ingreso agregado independientemente de los acuerdos institucionales iniciales, la teoría institucionalista menciona que los individuos actúan a partir de “información incompleta y con modelos derivados subjetivamente que, con frecuencia, son erróneos. La retroalimentación de información no basta para corregir estos modelos subjetivos” (North, 1993: 28-29).

Las asimetrías de información que generan costos de información (costos de medir los atributos valiosos de mercancías y servicios y las diversas características de los agentes) son parte fundamental de los costos de negociación, así también los recursos que se requieren para supervisar la transferencia de propiedad y los posteriores costos de seguimiento que permitan verificar el cumplimiento de los acuerdos.

“El grado de complejidad del intercambio económico es una función del nivel de contratos necesario para realizar el intercambio en economías de varios grados de especialización. La no especialización es una forma de seguro en que los costos y las incertidumbres de las transacciones son muy elevados. A mayor especialización y número y variabilidad de los atributos valiosos, mayor será el peso que deberá ponerse en instituciones confiables que permitan a los individuos participar en contrataciones complejas con un mínimo de incertidumbre en cuanto a que los términos del contrato se puedan realizar” (North, 1993:52).

Por último, la percepción de los individuos frente al mundo que los rodea está dada por los conocimientos que han desarrollado a lo largo de su formación educativa y profesional; por tanto su apreciación sobre el sistema legal -justo o injusto- influirá directamente en los costos de transacción. Los requerimientos de información y conocimiento de los empresarios dependerán en gran parte de su contexto institucional particular.

“Las clases dominantes disponen de combinaciones de recursos que no solo incluyen la riqueza sino también los vínculos para influir en otros (capital social), y el conocimiento y el estilo para ocupar posiciones de alto nivel de estatus (capital cultural)” (Bourdieu, 1984 citado en Portes, 2006:23).

Teoría de Grupos y Organizaciones

En general, en una organización el proteger los intereses de sus miembros es una de sus principales características, así como una finalidad en sí misma. Sin embargo no se puede pasar por alto la existencia de organizaciones que priorizan los intereses que sus líderes persiguen (Olson, 1992:16).

Los grupos tienden a asumir comportamientos *inclusivos* y/o *exclusivos*. Esto dependerá de la “naturaleza del objetivo que el grupo busca, no de las características de los miembros. Así, un mismo grupo puede tener posiciones ambivalentes y la posición que juegue en determinado momento dependerá de esa situación en particular” (Olson, 1992:48).

Uno de los criterios de segmentación de grupos utilizada por Mancur Olson es en función del tamaño. Define a los grupos relativamente pequeños como *privilegiados* o *intermedios*, estos gozan de mayor efectividad puesto que las decisiones se toman de manera rápida, acertada y cuidadosa, se encuentran en situación más ventajosa, frente a los grupos grandes, ya que uno o varios de sus integrantes tendrán un incentivo para que no fracase. En este tipo de grupos la asociación puede llegar a ser voluntaria para actuar en apoyo de sus intereses comunes.

Cuando los grupos son grandes o *latentes* los integrantes no utilizan toda su energía y fuerza en los objetivos de la reunión y más bien esa fuerza con frecuencia se mantiene latente; los participantes están conscientes de que probablemente sus esfuerzos no influirán en los resultados y que ellos se verán afectados por las decisiones tomadas en la reunión, independientemente del trabajo que se tome para estudiar los temas tratados. “Las decisiones de la junta son por tanto bienes públicos para los participantes (y tal vez para otros) y la contribución de cada participante para lograr o mejorar esos bienes públicos se volverá más pequeña a medida que aumenta el número de asistentes” (Olson, 1992:63).

Se suele considerar al grado de consenso como uno de los factores determinantes de la acción o la cohesión del grupo. Sin embargo, en la vida real el consenso perfecto es poco frecuente e incluso a menudo es imposible. Pero, entonces, ¿cómo se alcanzan las metas del grupo si no es suficiente la acción racional voluntaria de los miembros? Para ello, como lo señala Mancur Olson, juegan un rol importante los incentivos individuales.

Los incentivos no se restringen únicamente a los de tipo económico, existen también los incentivos sociales que, dependiendo de la circunstancia, suelen ser más efectivos para lograr que una persona contribuya a alcanzar el interés de grupo. Esto ocurre debido a que las personas valoran la compañía de sus amigos y asociados, el prestigio, el respeto y la posición social, entre otros. “..la posición social y la aceptación social son *bienes individuales*, no colectivos. Las sanciones y las recompensas sociales son *incentivos selectivos*, es decir, figuran entre los tipos de incentivos a los que se puede recurrir para movilizar a un grupo latente” (Olson, 1992:71).

Sin embargo de lo mencionado, es importante resaltar lo indicado por Olson, sobre que los incentivos sociales son mucho más efectivos en los grupos pequeños en los cuales existe un contacto cara a cara y con vínculos de amistad. Si los grupos latentes quieren recurrir a este tipo de incentivos para movilizar a sus miembros deberán constituir federaciones de grupos más pequeños.

Economía Institucional y el Grupo de Presión

Según lo señalado por John R. Commons, únicamente los grupos de presión son las fuerzas más representativas y benéficas que influyen en la política económica norteamericana, puesto que considera que los mecanismos de mercado no producen por sí mismos resultados equitativos para los distintos grupos de la economía. Tiene la convicción de que esa falta de equidad se debe a la disparidad en el poder de negociación de esos grupos diferentes, por lo que recomendó la elección directa de representantes de cada grupo de interés. Esos representantes deberían constituir la legislatura efectiva de la nación (Olson, 1992:128-129).

Para Arthur F. Bentley los intereses de grupo son básicos “No hay grupo sin su interés” los intereses de grupo son todo, mientras que los intereses individuales no eran nada.

“El individuo enunciado en sí mismo, y dotado de una unidad extra social propia es una ficción; pero cada porción de la actividad, que es todo lo que conocemos de él, se puede expresar, por un lado, como actividad individual, y por el otro como actividad social de grupo. La primera expresión es por lo general de escasa importancia para interpretar a la sociedad; la segunda es esencial antes, después y todo el tiempo” (Bentley, s/r citado en Olson, 1992:134).

David Truman coincide con Bentley en que los intereses, las actitudes y las presiones de grupo son lo único que importa, ya que determinan por sí solas la situación final de equilibrio del sistema social. Sostiene que, de existir demandas excesivas del grupo de presión, estas se verían limitadas por el control que ejercerían otros grupos con los cuales compartirían miembros con membresía superpuesta. Además destaca la existencia de grupos potenciales que surgirían y se organizarían para oponerse a los intereses excesivos de los grupos de presión.

Los teóricos de grupos coinciden en que al menos en los grupos económicos el comportamiento egoísta es común, es decir que los individuos se interesan primordialmente por su propio bienestar. Ello implica que estas personas no harán voluntariamente sacrificio alguno para ayudar a su grupo a alcanzar sus objetivos colectivos.

“Los grupos más pequeños (privilegiados e intermedios) pueden con frecuencia derrotar a los grandes grupos (los latentes) que, como normalmente se supone, predominan en una democracia. Los grupos privilegiados o intermedios triunfan con frecuencia sobre las fuerzas numéricamente superiores de los grupos latentes o grandes, porque aquellos son por lo general desorganizados e inactivos” (Olson, 1992:142).

Olson discrepa con los grandes teóricos pluralistas que sostienen que las organizaciones privadas surgen voluntaria y espontáneamente en respuesta a las necesidades, creencias, e intereses de los diversos grupos. El hecho de que existen muchos grupos grandes que pese a sus necesidades no se han organizado mientras que otros grupos latentes han consolidado su organización contradice las teorías de grupo; de ahí que Olson plantea que los “grupos económicos de presión grandes y fuertes son en realidad productos secundarios de organizaciones que obtienen poder y apoyo porque desempeñan alguna función además de cabildear para lograr bienes colectivos” (Olson, 1992:147).

La característica común que distingue a todos los grandes grupos económicos que cuentan con organizaciones importantes de presión es que esos grupos se han organizado también para algún otro fin (Olson, 1992:147-148).

“Los grupos de presión de los grandes grupos económicos son los productos secundarios de organizaciones que tienen la posibilidad de *movilizar* a un grupo latente ofreciendo *incentivos selectivos*². Las únicas organizaciones que disponen de esos *incentivos selectivos* son aquellas que 1) tienen autoridad y capacidad para ser coercitivas, o que 2) tienen una fuente de *estímulos positivos*³ que pueden ofrecerles a los miembros de un grupo latente” (Olson, 1992:148).

Olson sostiene que la teoría del producto secundario es únicamente aplicable a los grupos latentes, puesto que una persona que forma parte de ellos no tiene incentivo para sacrificar voluntariamente su tiempo o dinero para apoyar a la organización a obtener el bien colectivo, puesto que no puede por sí sola conocer si se alcanzará o no el objetivo, pero de alcanzarlo igual disfrutará de los beneficios haya aportado o no. Por ello para movilizar a un miembro de un grupo latente se debe obligarlo a pagar cuotas a la organización, o apoyar al grupo con el fin de obtener algún otro beneficio no colectivo

Cuando la organización asume la figura de gremio también puede ser considerada como un producto secundario, siendo la membresía obligatoria la primera regla del sistema de gremios. “El atractivo de la membresía de grupo no está en el solo hecho de pertenecer, sino más bien de lograr algo mediante esa membresía” (Festinger, 1953:93).

Los gremios autorregulados con membresía obligatoria se asemejan a gobiernos, ya que cuentan con autoridad para gobernarse a sí mismos y para disciplinar a los miembros que no cumplan las normas por ellos estipuladas. La coacción así como los beneficios no colectivos juegan un papel importante en el mantenimiento del poder de los gremios sobre sus asociados.

² Los incentivos selectivos permiten distinguir en un grupo latente a las personas que apoyan la acción a favor del interés común y las que no lo hacen.

³ Recompensa que coloca a la persona que paga su parte asignada del costo del bien colectivo y recibe la recompensa sobre una curva de indiferencia más alta que aquella en que se habría encontrado si no hubiese pagado nada del costo del bien colectivo y hubiese perdido la recompensa.

A continuación una síntesis de las teorías abordadas:

La teoría de la elección racional hace énfasis en que las decisiones de los individuos son tomadas bajo una lógica racional en función de sus preferencias. En el caso de los intercambios económicos, una vez que los actores han llegado a acuerdos mutuamente ventajosos, su mayor motivación para cumplirlos se basa en la formación del capital reputacional, lo que es posible únicamente cuando los intercambios son permanentes y repetitivos entre los mismos actores haciendo innecesaria la participación de un tercero que garantice su cumplimiento. Sin embargo, en la actualidad, dada la creciente participación de agentes económicos, es casi imposible que los acuerdos se repitan con los mismos agentes, lo cual hace indispensable la intervención de un tercero con capacidad de coacción que garantice su cumplimiento. La incertidumbre que surge de la posibilidad de incumplimiento, así como las acciones de seguimiento y determinación de la violación a los contratos provoca que el cierre de negociaciones sea costoso.

En la teoría de la elección social el dilema de la acción colectiva muestra que las organizaciones pequeñas y con capacidad de organización influirán, en su beneficio, sobre las decisiones públicas; aun cuando éstas afecten a las mayorías desorganizadas y frecuentemente se opondrán y bloquearán el cambio institucional con la finalidad de proteger sus intereses particulares.

En cuanto a la teoría de la organización es importante mencionar la distinción que se hace entre instituciones y organizaciones. Estas últimas se crean a partir del marco institucional y cumplen el rol de jugadores, mas no de reglas de juego. Las organizaciones comparten intereses comunes; su creación, fortalecimiento y permanencia está influenciada por el marco institucional y tienen como objetivo principal aumentar la eficiencia en el intercambio. La teoría de la agencia y de los costos de transacción visibiliza la existencia de asimetrías de información entre el principal y el agente, que generan ineficiencias en el intercambio económico. La *selección adversa* se configura previo al acuerdo y se genera cuando una de las partes dispone de información privilegiada y hace uso de ella para incrementar su beneficio, y el *riesgo moral* se presenta una vez cerrado el contrato y se genera debido a la imposibilidad del principal para vigilar las acciones de la contraparte, estos constituyen los problemas más relevantes para evaluar los costos de transacción.

La tercera teoría abordada, el institucionalismo histórico, identifica la relevancia de las instituciones en el desempeño económico y las define como restricciones e incentivos que guían la acción humana y cuya función principal es facilitar el intercambio político y económico. Las instituciones se clasifican en dos tipos, las *formales* o de movimiento rápido, constituidas por leyes, normas, reglamentos, etc., y las *informales* o de movimiento lento que son aquellas reglas producto de la costumbre y la herencia cultural. La evolución permanente, aunque a distinta velocidad, de las instituciones formales e informales dan paso al cambio institucional. Es importante relevar que las instituciones formales no necesariamente se crean con objetivos de eficiencia social, sino más bien para “servir los intereses de quienes tienen el poder de negociación para idear nuevas normas” (North, 1993:29).

El institucionalismo sociológico, contrario a lo que sostiene la teoría de la elección racional, brinda mayor importancia a los convencionalismos sobre la racionalidad al momento de la toma de decisiones. Adicionalmente, contradice a la teoría de la organización, puesto que señala que “muchas instituciones económicas no responden a razones de eficiencia y minimización de costos de transacción, sino que son fruto de la construcción social” (Prats, 2007:139-140).

La teoría de los costos de negociación señala que el seguimiento al cumplimiento de las normas implica costos, así como el crear mecanismos que permitan identificar si una norma ha sido transgredida, determinar el grado de incumplimiento y sancionar o detener al infractor. Es importante señalar que los costos de negociación no son necesariamente fáciles de medir cuando no existe una eficiente estructura institucional. Adicionalmente, en contra de lo que sostiene la economía neoclásica, según la cual los mercados perfectos permiten negociar con costos nulos, esta teoría menciona que los individuos actúan a partir de información incompleta y con frecuencia errónea. Es así que las asimetrías de información e incluso la percepción de los individuos frente a su sistema legal -justo o injusto- influirá sobre los costos de negociación.

La teoría de grupos y organizaciones establece que la principal característica y finalidad en sí misma de una organización es el proteger los intereses de sus miembros, aunque en ocasiones algunas de ellas dan prioridad a los intereses que sus líderes persiguen. Los grupos tienden a asumir comportamientos inclusivos y/o exclusivos en

función de la naturaleza del objetivo que el grupo busca, mas no de las características de sus miembros, con lo cual un grupo puede presentar posiciones ambivalentes.

Los grupos *pequeños* conocidos también como *privilegiados* o *intermedios* tienen una situación ventajosa frente a los grupos *grandes* o *latentes*, puesto que gozan de mayor efectividad, ya que sus decisiones se toman de manera rápida, acertada y cuidadosa, mientras que los latentes suelen mantenerse dispersos y poco organizados.

En cuanto a los grupos de presión la economía institucional los reconoce como las fuerzas más representativas que influyen en la política económica, puesto que tienen un poder de negociación superior a los otros grupos existentes en una sociedad.

Principales limitaciones de las Pymes en el Ecuador bajo el enfoque institucional

Las Pymes son importantes por su aporte a la producción, a la generación de empleo, así como a la distribución equitativa del ingreso. Según el Censo Económico de 2010 en Ecuador existen alrededor de 22.000 pequeñas y medianas empresas, concentradas mayoritariamente en las ciudades de Quito y Guayaquil, cuyas principales actividades se desarrollan en los sectores de servicio, comercio y manufactura, aportando con el 24% del personal ocupado a nivel nacional.

Como se señala en la teoría de la organización, es importante distinguir entre instituciones y organizaciones. Las Pymes son organizaciones que cumplen el rol de jugadores, que se crean y actúan a partir de un marco institucional.

A pesar de su relevancia en el ámbito económico, las Pymes no han gozado de un entorno institucional propicio que contribuya a su crecimiento y desarrollo. Cuestiones básicas como la definición y establecimiento de parámetros claros que permitan una adecuada clasificación del tipo de empresa se dieron a partir del año 2007 al interior de la CAN, con lo cual se logró homologar los criterios de clasificación para la región andina. Este avance facilita la planificación y ejecución de políticas públicas orientadas a promover el mejoramiento de la competitividad empresarial.

La constitución de 1998, vigente hasta septiembre de 2008, reconocía al sistema económico del Ecuador como una *economía social de mercado*⁴ que tenía como objetivo promover el desarrollo de actividades y mercados competitivos bajo la lógica de libre competencia. Durante este período las Pymes, lejos de ser actores centrales para

⁴ Constitución de la República del Ecuador 1998, Art. 243.

la definición de la política pública, fueron relegadas a un ámbito de apoyo asistencialista donde los recursos eran distribuidos de manera dispersa, ocasionando la dispersión de los programas de financiamiento.

La participación de las Pymes, como parte de la Economía Popular y Solidaria, se visibiliza y fortalece a partir de la Constitución de 2008, la cual transforma el sistema económico a *social y solidario*⁵. En base a esta reforma institucional se expiden normativas legales como la Ley Orgánica de la Economía Popular y Solidaria y del Sector Financiero Popular y Solidario y el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, en las que se establecen políticas públicas como la obligatoriedad de fomentar la inclusión de las Mipymes en la contratación pública, facilitar el acceso de las Mipymes al financiamiento, libre acceso al sistema financiero nacional y al mercado de valores, sistemas de capacitación, innovación y emprendimiento, entre otras.

Esta reforma institucional se puede explicar bajo el enfoque del institucionalismo histórico, que señala que las instituciones formales, aún las de mayor jerarquía, pueden ser modificadas, para lo cual “los participantes podrán destinar los recursos necesarios para alterar la estructura básica de la política para reasignar derechos” (North, 1993).

A pesar de lo mencionado, aún queda mucho por hacer en el mejoramiento de la infraestructura institucional. Se requieren sistemas legales y entidades públicas más ágiles y eficientes, que permitan a sus usuarios, entre ellos las Pymes, cumplir con los trámites legales en el menor tiempo y costo posible. Como lo menciona la teoría de los costos de negociación, las pérdidas ocasionadas por ineficiencias en los servicios públicos generan costos de información que son parte fundamental de los costos de negociación.

En Ecuador las Pymes generalmente son emprendimientos personales y familiares, con una visión de corto plazo, insuficiente capacidad de gestión y dirección, limitada liquidez, escaso personal calificado y limitado uso y aplicación de tecnologías de la información y comunicación. Estos son factores estructurales limitantes que condicionan la productividad y explican sus bajos niveles de supervivencia.

Superar estas limitaciones requiere emprender procesos de reestructuración organizacional en base a una estrategia de largo plazo, para lo cual uno de los recursos

⁵ Constitución del Ecuador 2008, Art. 283.

indispensables es el financiero por medio de aportes de capital fresco. La emisión de acciones suele ser la opción más eficiente de financiamiento, pero implica modificar la estructura familiar de propiedad y abrir el capital a nuevos socios. Este mecanismo suele ser descartado por los empresarios puesto que no están dispuestos a compartir la propiedad y control de la compañía.

“La Teoría de la Jerarquía establece que las empresas tienen un ordenamiento en las preferencias de financiamiento, que para poner en ejecución sus proyectos de inversiones, en primer lugar prefieren tomar los recursos propios originados en los excedentes financieros y/o utilidades retenidas y en las aportaciones de los propietarios, cuando estos recursos no son suficientes, recurren al endeudamiento, solicitando los préstamos a las entidades financieras o a particulares con la emisión de obligaciones y como último lugar está el aumento de capital a través de venta de acciones” (Aybar, 2001 citado en Granda, 2012:7).

Este comportamiento puede ser explicado bajo el enfoque del institucionalismo sociológico, el cual da mayor predominancia a los convencionalismos sobre la racionalidad el momento de la toma de decisiones.

El acceso al financiamiento ha sido una de las principales limitaciones que históricamente han enfrentado las Pymes. Esta problemática se origina en las restricciones que imponen los agentes financieros debido a que perciben a las Pymes como clientes de alto riesgo, puesto que no disponen de garantías reales suficientes, mantienen un historial crediticio limitado y muestran una baja tasa de supervivencia⁶, entre otros factores.

Así también, los problemas de asimetrías de información, derivados de las limitaciones estructurales mencionadas anteriormente, como la composición de la propiedad y la poca disposición a transparentar la información confirman lo señalado por la teoría de la agencia y de los costos de transacción que sostiene que la existencia de asimetrías de información entre el principal y el agente generan ineficiencias en el intercambio económico, lo cual incrementa sustancialmente los costos que deben asumir las Pymes para el cierre de acuerdos comerciales y económicos.

Si se analiza las Pymes en función de la teoría de grupos, éstas muestran comportamientos exclusivos y se pueden definir como un grupo latente, puesto que se mantienen dispersas y con poca capacidad organizativa, lo cual les resta poder de

⁶ “La tasa de supervivencia de las Pymes es muy baja en ALC, alcanzando solo un 45% a los tres años después de creada” (SELA, 2010:15).

negociación al momento de exigir condiciones económicas más apropiadas para mejorar su competitividad y productividad.

El estudio *Visión prospectiva de las Pymes y Medianas Empresas (PYMES). Respuestas ante un futuro complejo y competitivo* señala que una de las limitaciones tradicionales de este sector es:

“Falta de espíritu de cooperación con otras empresas. Al respecto siempre se plantea que se debe hacer un esfuerzo para romper esa actitud reservada con competidores, pues, un esfuerzo asociativo trae consigo múltiples beneficios que permiten solventar problemas de producción, comercialización, innovación y capacitación entre otras áreas” (SELA, 2010:15).

La asociatividad debe ser vista por las Pymes como un mecanismo viable para alcanzar economías de escala por medio de las cuales puedan alcanzar mayores volúmenes de producción y capacidad de comercialización que garanticen su supervivencia.

Mercados Financieros

Los mercados financieros permiten a los agentes económicos intercambiar activos financieros. Entre sus principales finalidades están el poner en contacto a los oferentes y demandantes de recursos, determinar los precios de los instrumentos financieros, y reducir los costes de intermediación.

Estos mercados se caracterizan por su *amplitud* que se evidencia en el número de títulos financieros negociados: mientras mayor sea el número de operaciones, mayor amplitud tendrá el mercado; *profundidad*, es decir la existencia de suficiente tipo de títulos financieros que cubran las diversas eventualidades del mercado; por su *libertad*, expresada en la inexistencia de barreras de entrada y salida; por su *flexibilidad*, es decir la rapidez con la que los precios se ajustan a las condiciones de mercado; y por su *transparencia*, expresada en la facilidad de obtener información referente al precio del activo financiero.

Los mercados pueden ser *intermediados* (los bancos asignan los recursos), y *desintermediados* (la oferta y demanda realizan una asignación eficiente de recursos). En estos últimos existen actores explícitos que actúan de intermediarios cumpliendo funciones de operadores de valores, administradores de portafolios y asesores de inversionistas (Arauz, 2011:13).

Tipos de Mercados Financieros:

Existen varios subtipos de mercados financieros, según el criterio que se desee utilizar. Para este estudio los clasificaremos en función de los activos transados: el *Mercado Monetario* el cual se caracteriza por transar instrumentos financieros de corto plazo y alta liquidez; y el *Mercado de Capitales* en el que se negocia con activos financieros de mediano y largo plazo, prioritarios para el proceso de inversión. Este mercado a su vez se puede subdividir en varios subtipos, uno de ellos es el mercado de valores, objeto de este estudio.

Mercado de Valores

Es un segmento del mercado de capitales en el cual se negocian instrumentos financieros generalmente a mediano y largo plazo y cuyo principal objetivo es canalizar el ahorro hacia actividades productivas. Los precios de los activos financieros fluctúan en función del comportamiento de la oferta y demanda, pudiendo ser negociados dentro o fuera de bolsa.

Además de canalizar el ahorro hacia actividades productivas, el mercado de valores busca abaratar el costo de financiamiento, puesto que el proceso de desintermediación financiera permite que la captación de recursos sea lograda a un costo menor que el que se podría obtener por intermedio del sistema financiero. Esto mejora el rendimiento del ahorro de los inversionistas, permite diversificar su cartera de inversiones y brinda opciones de mitigación de los riesgos.

La referencia al ahorro considera el generado internamente y los recursos que ingresan a la economía nacional como inversión extranjera. El ahorro externo no es bueno per-se; es necesario identificar si esos recursos son estables y si se invierten en sectores de la economía real. En caso contrario, los *capitales golondrina* de corto plazo y alta volatilidad pueden causar crisis financieras.

“Los flujos volátiles, procíclicos, son parte de los fondos externos que comprenden ahorro foráneo requerido como complemento del ahorro nacional para financiar un sustantivo incremento en la tasa de inversión. Por lo tanto, no tiene validez una opción de *todo o nada*. En consecuencia, un objetivo fundamental de las políticas macroeconómicas-así como de las reformas del mercado financiero nacional- debiera consistir en cómo aprovechar, para el desarrollo productivo nacional, los beneficios potenciales del ahorro externo, al tiempo que se mitiga la intensidad de los ciclos de la cuenta de

capitales y sus efectos desfavorables en las variables económicas y sociales nacionales” (Ffrench-Davis, 2010:21).

Clases de mercados de valores:

Existen varias clasificaciones de los mercados de valores. Para este estudio, y en atención a la normativa ecuatoriana, se considerarán los siguientes:

Mercado Bursátil, constituido por las ofertas, demandas y negociaciones de valores realizados en las bolsas de valores por medio de intermediarios autorizados.

Mercado Extrabursátil, conformado por todas las operaciones de compra o venta de instrumentos financieros, sin la participación de las bolsas de valores, y en el cual intervienen inversionistas institucionales y casas de valores.

Mercado Primario, que surge de la negociación de un título valor realizado por primera vez, y en el cual los recursos generados en la transacción son recibidos por el emisor. En este mercado puede o no intervenir un intermediario autorizado.

Mercado Secundario que, a diferencia del anterior, contempla todas las negociaciones que se cierran después de la primera *colocación*.

En *América Latina: sistemas financieros y financiamiento de la inversión*, se sostiene que nuestros mercados no han logrado alcanzar los niveles de desarrollo suficientes que les permitan la captación de recursos y su canalización hacia los usos más rentables para el crecimiento económico. Esto ha repercutido en los costos de financiamiento de la inversión (Jiménez y Manuelito et al., 2011).

La generación de recursos de largo plazo ha sido insuficiente, puesto que las entidades llamadas a mantenerlos en sus carteras (fondos de inversión, aseguradoras, etc.) no se han desarrollado, con lo cual los riesgos se han mantenido represados en los bancos, quienes precisamente por la estructura de plazos de su pasivo, son los menos apropiados para mantener riesgos de largo plazo, por cuanto acentúan los riesgos de descalces de plazos (Jiménez y Manuelito, 2011:12).

Títulos Valores

La legislación ecuatoriana considera valor al “derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, susceptible de ser negociado en el mercado de valores, bursátil o extrabursátil. Este derecho puede estar representado en títulos,

registros contables o anotaciones en cuenta” (Ley de Mercado de Valores, 1998: 2) y en función de su tipo de renta se los puede clasificar en renta fija y renta variable.

Los títulos de renta fija son aquellos cuyo rendimiento está predeterminado el momento de la emisión o negociación, independientemente de los resultados que obtenga el emisor. Los mercados de deuda facilitan la creación de mecanismos de financiamiento, mientras que proveen a los inversionistas opciones de colocación rentables y con riesgos distintos a los de participación accionaria. Además “contribuyen a una mejor diversificación de riesgos, pues los inversionistas institucionales están preparados para mantener y absorber riesgos de largo plazo, debido a las características también de largo plazo de su fondeo” (Jiménez y Manuelito, 2011:19).

“El ahorro potencial se verá frustrado si no existe la capacidad institucional para proveer el tipo de instrumentos y servicios demandados. Así, en los casos de desarrollo insuficiente de los sistemas financieros, los esfuerzos de ahorro se traducirán en acumulación de bienes reales o bien en salidas de capitales en lugar de un mayor ahorro financiero en el país. Lo que ocurrirá con el tiempo será un círculo vicioso con una paulatina pérdida en la capacidad de movilizar esas capacidades de ahorro y un ahorro efectivo inferior al potencial” (Jiménez y Manuelito, 2011:8).

Los títulos de renta variable carecen de fecha de vencimiento y su rendimiento, sea en capital o dividendos, dependerá de la utilidad generada por la empresa. Los mercados accionarios se consideran las opciones más adecuadas para el financiamiento de proyectos de inversión, así como para la estructuración de portafolios de inversión de inversionistas institucionales.

Entre los factores microeconómicos que afectan y limitan el crecimiento de los mercados accionarios se identifican los siguientes:

- Alta participación familiar en la estructura accionarial.
- Resistencia a compartir el control de la empresa mediante la apertura del capital a nuevos socios.
- Inexistencia de independencia de los directorios en la toma de decisiones.
- Altos costos de emisión de títulos.
- Deficiente protección a accionistas minoritarios.
- Débiles controles al uso de información privilegiada.
- Prácticas contables que no mantienen el rigor suficiente para ajustarse a estándares internacionales.

- Escasa confianza del público en los informes de auditorías externas.
- Débil supervisión por parte de los organismos de control.
- Ausencia de políticas que fomenten la inversión en capital de riesgo.

“En el mercado accionario, las principales restricciones a la oferta de títulos se refieren a estructuras tradicionales de propiedad poco proclives a su apertura y a compartir el control o admitir accionistas minoritarios, baja liquidez del mercado y altos costos de transacción. La liquidez de mercado y los costos de transacción dependen a su vez de la magnitud absoluta del mercado y del tamaño de las emisiones de títulos. En otras palabras, la liquidez y los costos de transacción son susceptibles de economías de escala. Ello afecta en especial a medianas empresas, por cuanto los montos mínimos de emisiones requeridos para alcanzar costos competitivos con otras fuentes de recursos exceden el tamaño económico de estas empresas” (Jiménez y Manuelito, 2011:43-44).

Es necesario mencionar que los limitantes del desarrollo del mercado accionario no solamente se da por el lado de la oferta. En el caso de la demanda los principales desincentivos, según lo señala la CEPAL, se dan por la escasa protección a los inversionistas minoritarios, sean inversionistas institucionales o particulares, nacionales o extranjeros, quienes sin interés en el control de la empresa, están sujetos al riesgo de *extracción de valor*⁷ por parte del socio controlador.

Eficiencia del mercado

Como premisa se sostiene que los precios de los títulos que se negocien deben reflejar toda la información disponible y ser capaces de ajustarse rápidamente a la nueva información que se genere en el mercado. Esto permite que los inversionistas tomen sus decisiones de inversión de manera adecuada y que el rendimiento obtenido sea consistente con los niveles de riesgos que estaban dispuestos a asumir. Al existir inconsistencias entre los precios valorados y el precio intrínseco de un instrumento se estaría beneficiando a los especuladores que aprovecharían para su beneficio esa ineficiencia del mercado.

“La teoría de los mercados eficientes ha sido la proposición central en finanzas en los últimos treinta años. Fama (1970), en su presentación

⁷ Las principales formas que toma la extracción de valor son: a) el uso de información privilegiada, por parte de accionistas controladores, sus parientes y/o altos ejecutivos; b) las transacciones con partes relacionadas (ya sea por vínculos familiares o de propiedad) con el socio controlador; c) el desvío de oportunidades de negocio hacia otras empresas del socio controlador; y d) uso del control para obtener condiciones discriminatorias a favor propio al momento de su venta.

clásica de esa teoría, define un mercado de capitales eficiente como un mercado donde el precio de los activos siempre refleja plenamente la información disponible” (Shleifer, 2000:1).

La teoría de eficiencia de mercado inicialmente fue conocida como *Juego Equitativo* en donde todos los jugadores enfrentan los mismos niveles de incertidumbre. Bachelier en su tesis *Théorie de la Spéculation* señala que “las influencias que determinan los movimientos de la Bolsa son incontables: acontecimientos pasados, actuales e incluso previsibles -que, a menudo, no tienen ninguna relación aparente con esas variaciones- se repercuten sobre su curso” (Bachelier, 1990:21). De ahí que existan inversionistas con posiciones de negociación contrarias, las cuales dependerán de su percepción sobre el alza o baja de los precios.

Regulación del mercado

En el contexto de las recientes crisis financieras internacionales la discusión de la regulación financiera mediante la intervención del Estado ha retomado vigor. Una de las principales corrientes opuestas es la teoría del libre mercado, que sostiene que la economía ideal es un sistema de autorregulación que satisface automáticamente las necesidades económicas de la población.

Adam Smith, describió el mecanismo de mercado como una *mano invisible* que conduce a todas las personas, en busca de sus propios intereses, para producir el mayor beneficio para la sociedad en su conjunto.

Uno de los más activos defensores de la teoría de libre mercado fue Milton Friedman, preconizador del neoliberalismo que se lo define como esa “doctrina económica que tiene como fundamento la mínima intervención del Estado y la máxima libertad de los agentes que intervienen en la actividad económica” (Rodríguez, 2007)

“La corriente neoclásica explica el intercambio mercantil como el resultado de operaciones eficientes de agentes racionales que buscando su máximo beneficio dan como resultado el óptimo societal. Así la interferencia estatal es justificada solo en casos anómalos como bien indican las expresiones utilizadas, todas ellas con cargas valorativas negativas o que señalan una carencia: *fallas de mercado, mercados incompletos, externalidades negativas, mercados imperfectos, rigideces contractuales, riesgo moral, monopolio, expectativas frustradas, dumping dañino, fallas de coordinación, asimetrías de información, selección adversa, falta de confianza*, etc. Este esfuerzo por admitir una parte para salvar el todo ejerce un manto de sospechas que dio lugar a explicaciones alternativas de las crisis y la

intervención estatal, advirtiendo que el problema no eran las fallas del sistema sino el sistema mismo” (Wierzba, 2008:5).

Las frecuentes crisis económicas internacionales de los últimos años han puesto en duda la eficacia de la política neoliberal con su consecuente desregulación de mercados. De ahí que varios países hayan comenzado a aplicar prácticas de regulación tales como las establecidas en Basilea II.

Mercados financieros y desarrollo económico.

La relación entre el desarrollo del mercado financiero y el crecimiento económico ha sido fuertemente discutida y ha generado amplios debates. Autores como Schumpeter (1911), Goldsmith (1969), Levin (1993), Luintel y Luintel (2004) rechazan el que se pueda ignorar la relación existente entre finanzas y el proceso de crecimiento económico.

En *El crecimiento económico y el desarrollo del sistema financiero. Un análisis comparativo* se hace referencia a autores que defienden dos puntos de vista distintos sobre esta relación de causalidad, pero que concuerdan en la existencia de una correlación positiva entre crecimiento económico y desarrollo del sistema financiero. Goldsmith (1969), por ejemplo, fue uno de los primeros en realizar un estudio empírico para analizar la relación entre “crecimiento y desarrollo financiero, llegando a la conclusión de que el desarrollo financiero está positivamente correlacionado con el nivel de actividad económica”. Posteriormente King y Levin (1993) concluyeron que “el nivel de desarrollo financiero predice el crecimiento económico a largo plazo a través de la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad” (Terceño y Guercio et al., 2011).

Por el contrario, Allen, Bartilro y Kowalewski (2006) sostienen que “la estructura y los cambios de la economía real determinan la evolución del sistema financiero de un país. Es decir, cambian la relación de causalidad.”

La Cepal sostiene que en América Latina el mercado financiero “ha contribuido menos de lo posible y lo deseable al crecimiento económico, siendo el financiamiento una restricción especialmente seria para la región. Los mercados financieros latinoamericanos siguen basándose en los bancos, lo que significa que el crédito bancario es más importante que otras formas de financiamiento. El escaso mercado de bonos y de acciones y el financiamiento internacional constituyen el

dominio exclusivo de empresas más grandes y mejor establecidas” (CEPAL, s/f: 21-27).

Raúl Prebisch en el enfoque estructuralista del desarrollo señala a la crónica escasez de capitales para inversiones productivas y sociales como un obstáculo del sector industrial para crecer y llegar a ser competitivo. Su carácter incipiente, su retraso tecnológico, la limitación de sus mercados y la herencia de estructuras sociales caracterizadas por una fuerte desigualdad, entre otros, serían factores que han contribuido al mantenimiento de barreras estructurales al desarrollo económico de los países latinoamericanos (Tomassini, 1992:87).

En el ámbito privado la asignación de recursos en el mercado se realiza principalmente por medio del sistema financiero, por lo tanto sus integrantes son actores fundamentales el momento de decidir qué sectores de la economía se verán beneficiados por el acceso al financiamiento, una vez que deciden quienes son o no sujetos de crédito.

“Son los bancos – y no los ahorristas – los que desempeñan un papel fundamental en la determinación de la oferta agregada de fuentes de financiamiento de la inversión, y, por lo tanto, en la transición entre una escala de actividad más baja y una más alta” (Keynes, 1937:668).

Por lo tanto “en el ámbito financiero promover el crecimiento supone el suministro de incentivos por parte del Estado para que las instituciones financieras canalicen los fondos de inversión hacia empresas productivas” (CEPAL, s/f: 20).

La escasez de capitales para inversiones suele estar ligada a una deficiente asignación de recursos. Sectores productivos como las Pymes han enfrentado históricamente la falta de financiamiento a pesar de considerarse uno de los sectores que mayor dinamismo aporta a la economía nacional.

Conceptos fundamentales

El objeto de estudio de esta investigación requiere detallar ciertos conceptos que facilitarán la comprensión de los contenidos a tratarse:

- *Calificación de riesgo*: “La calificación de riesgo incorpora el análisis cuantitativo y cualitativo de la información disponible, principalmente la proporcionada por el emisor o la institución calificada. Si bien la opinión en gran parte se fundamenta en los estados financieros históricos y proyectados, ésta

también incluye el análisis de factores tales como la gestión operativa, la calidad e independencia de la administración, estrategias y controles, el posicionamiento en el mercado, la calidad y origen de la garantía, la prelación de pago, el entorno macroeconómico, la calidad e integridad de la información entre otros factores” (Mendez, 2008)

- *Captura regulatoria*: Colusión entre el regulador y la empresa o industria que regula.
- *Comitentes*: “Persona que confiere a otra llamada *comisionista* el encargo de realizar, en su nombre y representación, cualquier clase de actos o gestiones, principalmente las de carácter mercantil” (Hernández, 2006:72).
- *Inversionista institucional*: Según la normativa ecuatoriana se entiende por inversionista institucional a “toda persona jurídica cuyo giro principal de negocio sea la realización de inversiones en valores u otros bienes y cuyo volumen de transacciones u otras características permita calificar de significativa su participación en el mercado” (Ley de Mercado de Valores, 1998:74).
- *Liquidez*: Los niveles de profundidad y amplitud del mercado secundario son los que determinan la facilidad que un inversionista tiene para vender un activo financiero; ello permite que el tenedor de un instrumento de deuda no tenga que necesariamente esperar la fecha de vencimiento o en el caso de una inversión en acciones esperar la liquidación de una empresa para volver efectiva su inversión.
- *Market Maker*: “Intermediario monopólico especializado en un activo financiero en particular, que mantiene un inventario y centraliza las compras y ventas de dicho activo” (Arauz, 2011:17)
- *Oferta Pública*: Mecanismo por medio del cual los demandantes de recursos (emisores) ponen en conocimiento de los posibles inversionistas su intención de colocar sus títulos valores en el mercado primario o secundario para así acceder al financiamiento.
- *Prospecto o circular de oferta pública*: “Documento que contiene las características concretas de los valores a ser emitidos y los datos e información relevante del emisor” (Ley de Mercado de Valores, 1998:13). La circular de oferta pública aplica únicamente para emisión de papel comercial. Estos

documentos deben ser previamente autorizados por la Superintendencia de Compañías.

- *Registro de Valores no Inscritos (REVNI)*: “Es un mecanismo establecido y autorregulado por las bolsas de valores por el cual las empresas que no se encuentran inscritas en el Registro de Mercado de Valores ni en las bolsas, pueden anotar sus valores en este registro especial con la finalidad de cotizar sus valores de manera ocasional o periódica” (BVQ, 2012).
- *Titularización*: “Proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo” (Ley de Mercado de Valores, 1998:138).

En vista de que el modelo neoclásico no brinda las herramientas necesarias para alcanzar el objetivo de la investigación, se ha optado por un enfoque alternativo que se sustenta en las teorías institucionalistas. La combinación de los distintos enfoques institucionales se emplea para comprender la evolución del cambio institucional del mercado de valores que es el fruto de la interacción entre las reglas de juego y las organizaciones y actores que intervienen en él, así como para identificar las conductas sociales que han influido en la construcción de un mercado de valores excluyente y distributivo.

CAPITULO III METODOLOGIA

Este capítulo describe la metodología utilizada a lo largo del desarrollo de la investigación, la cual inició con la revisión teórica que se ajuste al enfoque institucional elegido para el análisis del mercado de valores como institución social.

Habitualmente los mercados de valores se estudian bajo el enfoque neoclásico, basándose en la evolución de las variables vinculadas a la oferta y demanda de recursos financieros; para este estudio se ha elegido el enfoque institucional, puesto que permite pasar del paradigma del concepto estático y de equilibrio a un concepto dinámico de proceso y evolución que facilita comprender el cambio institucional generado por la interacción entre instituciones y agentes, y en base a ello determinar las causas que han limitado el acceso de las Pymes al financiamiento por medio del mercado de valores.

Tipo de investigación

En vista de que el estudio busca dar respuesta al problema de investigación mediante la identificación de las conductas sociales de los agentes que intervienen en el mercado de valores, las cuales son resultado de los cambios institucionales que se han generado históricamente, se considera pertinente aplicar un tipo de investigación descriptiva.

“La investigación descriptiva refiere minuciosamente e interpreta *lo que es*. Está relacionada a condiciones o conexiones existentes; prácticas que prevalecen, opiniones, puntos de vista o actitudes que se mantienen; procesos en marcha; efectos que se sienten o tendencias que se desarrollan. A veces, la investigación descriptiva concierne a como *lo que es* o *lo que existe* se relaciona con algún hecho precedente, que haya influido o afectado una condición o hecho presentes” (Best, 1983:91).

Cabe indicar que durante la etapa inicial de desarrollo de esta investigación se identificó la escasa existencia de estudios previos que hayan abordado al mercado de valores ecuatoriano como objeto de estudio y menos aún desde la perspectiva de la teoría institucional. Esta investigación tiene, en consecuencia, un alcance exploratorio, en un importante campo de estudio para el desarrollo visto como un proceso social inclusivo.

Dado que la institución mercado de valores debe ser analizada dentro de un contexto histórico, político y económico nacional, el estudio abarcará la interpretación

de las relaciones entre las entidades y organizaciones que intervienen tanto en la BVQ como en la BVG durante el período 2005-2010.

Como se mencionó, el análisis del funcionamiento del mercado de valores no enfatiza en el volumen de transacciones, cantidades o precios que suelen ser las variables habituales para identificar el nivel de desarrollo del mercado, sino que se enfoca en los factores institucionales que han determinado el cambio institucional y que han definido las características salientes de esta institución durante el período 2005-2010.

Al inicio de la investigación se definió como período de análisis la década del 2000 al 2010, considerando que el inicio de la dolarización marcaba un antes y un después en la economía nacional; cabe indicar que éste mismo evento y la crisis financiera que le antecedió generaron una estrepitosa caída de la actividad bursátil en el mercado ecuatoriano. Durante el desarrollo de la investigación fue necesario modificar el alcance temporal del estudio al período 2005-2010, debido a la casi inexistente información del mercado bursátil en los primeros años de la década del 2000. Esta modificación garantiza la robustez y fiabilidad de los datos utilizados en la investigación.

A pesar de que el análisis institucional no descarta la aplicación de modelos econométricos, el período de estudio resulta demasiado corto para construir una data lo suficientemente robusta que permita, en base a los resultados del modelo, realizar inferencias estadísticas.

Investigación documental

Dado el enfoque institucional de esta investigación se accedió a fuentes bibliográficas (libros, antologías, artículos especializados y anuarios) que permitieron contextualizar el objeto de estudio dentro de un marco histórico político en el cual evolucionó la institución mercado de valores.

Es así que para dar respuesta a la pregunta de investigación referente al marco regulatorio fue necesario recopilar, revisar y analizar la normativa vigente durante el período de estudio. Ésta abarca leyes, decretos, resoluciones y toda otra norma que haya tenido relevancia en el control y regulación del mercado y que al ser normas de aplicación general hayan contribuido a la generación de barreras legales para el acceso

de las Pymes al financiamiento en el mercado de valores. A continuación un detalle de la normativa que se analizó en sus partes pertinentes:

Ley de Mercado de Valores

Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores

Normativa de autorregulación de las bolsas de valores

Ley General de Instituciones del Sistema Financiero

Ley de Descentralización del Estado y Participación Social

Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal

Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones

Constitución de la República del Ecuador 1998

Constitución de la República del Ecuador 2008

Esta normativa se analizó en referencia a un contexto histórico político concreto. Esto permitió identificar los intereses de grupo preponderantes en la institución y las resultantes cualidades de la intermediación realizada en ella.

Fuentes de información

La investigación cuantitativa inició con el levantamiento, recopilación y consolidación de los datos históricos que nos permitieron medir la evolución y desempeño del mercado de valores como mecanismo de financiamiento a las actividades productivas. La robustez de las bases de datos fue fundamental para garantizar la calidad de los resultados obtenidos. A continuación se presenta un detalle y comentarios de las fuentes de información utilizadas:

Bolsas de Valores

Inicialmente estas entidades fueron consideradas como las fuentes primarias para construir la base de datos referente a volúmenes de negociación, ofertas públicas, emisores inscritos, etc. Sin embargo, debido a que cada entidad maneja criterios distintos para la presentación de información histórica resultó difícil la consolidación de los datos necesarios para el análisis. Estas disparidades en el manejo de información entre la BVQ y BVG contribuyen a acrecentar los problemas de acceso a información transparente, ordenada y de calidad que enfrentan los usuarios del mercado.

Superintendencia de Compañías

Dadas las deficiencias anotadas en el párrafo anterior, se optó por utilizar la información presentada en la página web de este organismo de control. Esta entidad difunde información completa y consolidada del mercado por medio de sus anuarios estadísticos y de sus consultas en línea. Cabe indicar que se identificó inconsistencias en la información referente a mercado primario y secundario de los períodos 2007 y 2008, en compras y ventas públicas de los años 2005 y 2006, por lo cual fue necesario depurarla y validarla previamente.

Entidades Gubernamentales

También se usó la información presentada en las páginas web y/o anuarios del Banco Central del Ecuador, Instituto Nacional de Estadística y Censos, Ministerio de Industrias y Productividad, Ministerio de Coordinación de la Producción, Empleo y Competitividad.

Datos

La información estadística relacionada con actividad bursátil, volúmenes de crédito, tasas de interés y Pymes utilizada para el análisis cuantitativo proviene de fuentes oficiales de información como son la Superintendencia de Compañías, el Banco Central del Ecuador, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. Se considera que la calidad de los datos es alta y por lo tanto confiable.

Los análisis se realizan considerando el 100% de los datos presentados a cada cierre de período a nivel nacional.

Cabe indicar que todos los análisis realizados se presentan con cifras en valores corrientes, según lo presentado por las fuentes de información, las mismas que dado el corto período de estudio no generarían distorsiones significativas en la interpretación de los resultados obtenidos considerando que el estudio hace énfasis en el análisis de participación y comportamiento del mercado.

Definición de variables:

Las conclusiones previas que se desprendan del análisis cualitativo de las instituciones, entidades y agentes que participan en este mercado podrán ser negadas o corroboradas por los resultados que arroje el análisis cuantitativo, el cual se basará en el estudio de las siguientes variables:

Emisores

Para determinar el número de emisores, segmentados por sectores, inscritos en el Registro del Mercado de Valores durante el período de análisis se mantuvo la categorización utilizada por la Superintendencia de Compañías:

- Sector Financiero
- Sector Público
- Sector Mercantil

Esta clasificación permite, a su vez, determinar el número de empresas (del sector mercantil) por tamaño (Grandes, Medianas, Pequeñas y Micro) que participaron en el mercado de valores en calidad de emisores. La base de datos se estructuró en función de la información expuesta en la página web de la Superintendencia de Compañías considerando los siguientes niveles de consulta:

Lugar de inscripción en el RMV	Todas
Sector al que pertenece	Privado
Sistema al que pertenece	No financiero
Inscritos a partir del año	2005
Inscritos hasta el año	2010
Estado actual	Todos

En vista de que el organismo de control no incluye en la data anterior la clasificación de empresas por su tamaño, fue necesario realizar un proceso de categorización, para lo cual se procedió de la siguiente manera:

- a) Determinar los criterios de clasificación por tamaño de empresa (Grande, Mediana, Pequeña, Micro) de acuerdo a los parámetros expuestos en el Capítulo IV.

- b) Acceder a los balances anuales correspondientes al año de inscripción, de cada empresa emisora presentados al organismo de control, y en función de sus activos y ventas proceder con la clasificación por tamaño de empresa. Es importante señalar que los criterios de clasificación incluyen número de trabajadores. Sin embargo, debido a que dicha información no se encuentra disponible se decidió asignar la clasificación en función de los Activos Totales y/o Ventas Anuales.

Este proceso permitió conocer el número de Pymes que han participado como emisores del mercado de valores para cada año analizado.

Producto interno bruto

Datos correspondientes al cierre de cada año tomados del Banco Central del Ecuador.

Casas de Valores

Con corte a diciembre de 2010 se procedió a clasificar las casas de valores miembros de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil en función de su propiedad, asignándoles las categorías “Financiero” o “Independiente” según su control corresponda o no a otra entidad del sector financiero. El listado de éstas fue tomado del anuario de la Superintendencia de Compañías.

Montos emitidos por tipo de empresa para el sector mercantil

En función de la base datos estructurada en el punto referente a “Emisores” se procedió a incluir manualmente los datos correspondientes a “montos de emisión”, los cuales se extrajeron individualmente de los registros reportados por la Superintendencia de Compañías, que se encuentran disponibles en su página web o en su defecto de los prospectos de oferta pública disponibles en las páginas web de las Bolsas de Valores de Quito o Guayaquil.

Montos negociados nacionales

Corresponden al total de los valores nominales de los títulos negociados en la bolsa de Quito y Guayaquil, en los mercados primario y secundario, tanto de renta fija como variable, en cada uno de los períodos analizados.

Oferta pública

Corresponden a los montos emitidos y autorizados por la SIC para ser colocados en el mercado bursátil y/o extrabursátil. Se segmentó tanto por sector y por número de emisores participantes, lo cual permite determinar cuáles sectores se han beneficiado de este mecanismo de financiamiento y su nivel de concentración por emisor.

Inversionistas Institucionales

Sector Público: Como inversionista institucional del sector público se consideró al IESS dada su significativa participación en el mercado. Las cifras se evaluaron en función de los “Valores efectivos de compra” que corresponden al “Valor Nominal * Precio”

Fondos de Inversión: El análisis se basó en los patrimonios administrados los cuales corresponden a “Número de unidades en circulación * Valor de la Unidad” al 31 de diciembre de cada año. El portafolio de inversiones se clasificó según sector (Público, Financiero, Productivo y Externo).

Volúmenes de crédito y Tasas activas referenciales

Debido a las considerables modificaciones ocurridas en la definición de los distintos segmentos de crédito, el Banco Central del Ecuador sugiere realizar análisis comparativos únicamente desde julio de 2009. Por esta razón, el análisis de los volúmenes de crédito así como de las tasas de interés consideró únicamente el período 2009-2010.

Las relaciones entre estas variables y sus resultados se analizarán a detenimiento en el Capítulo IV.

CAPITULO IV ANALISIS INSTITUCIONAL DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

Introducción

Como se señaló en el Capítulo II las instituciones no siempre promueven la eficiencia o permiten minimizar los costos de transacción. Más bien suelen ser “fruto de la construcción social y frecuentemente, al menos las instituciones formales, son creadas para servir los intereses de quienes tienen el poder de negociación para formular nuevas normas” (North, 1993:29).

Dado que las instituciones evolucionan permanentemente dando paso al cambio institucional, es necesario, para el caso estudiado, dar un vistazo a los acontecimientos históricos que han marcado la institucionalidad del mercado de valores ecuatoriano.

Los mercados -entendidos como el lugar del intercambio e institución económica creadora de precios- evolucionaron y se organizaron con el paso del tiempo hasta conformar lo que hoy se conoce como bolsas de valores, que en un concepto simple son instituciones sociales que facilitan la negociación de una amplia variedad de instrumentos de inversión.

En el caso ecuatoriano, la institucionalización de las actividades bursátiles se puede rastrear hasta el 4 de noviembre de 1831, fecha en la cual se puso en vigencia el Código de Comercio de España de 1829.

Durante la década de los sesenta del siglo XX el escenario latinoamericano se encontraba dominado por la idea de instaurar una política de sustitución de importaciones. En este contexto el Ecuador inició acciones para centralizar y modernizar el funcionamiento del Estado como un actor fundamental del desarrollo (Acosta, 2006:115). Es así que con el impulso de la Corporación Financiera Nacional se crearon en mayo de 1969 las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil bajo la figura de compañías anónimas cuyo ente de control fue la SIC y la Ley de Compañías como norma regulatoria.

Las bolsas fueron instituidas con la finalidad de canalizar los capitales hacia las nuevas empresas creadas en ese modelo de modernización y con ello promover la industrialización del país. Lamentablemente no existió una atmósfera institucional

propicia para transparentar la información societaria, indispensable para democratizar la acumulación de capital.

La Bolsa de Valores de Guayaquil señala que “durante sus primeros años, el mercado de valores en general fue dependiente de los títulos de deuda, sobre todo de la perteneciente al sector público. La participación del Estado y de sus dependencias fue vital para el sostenimiento de este incipiente mercado” (BVG: s/f).

En la década de los ochenta el Ecuador retornó al esquema liberal, rebautizado como de neoliberal, esta etapa fue particularmente difícil para la economía ecuatoriana, y por ende para el mercado de valores pues estuvo marcada por eventos políticos y naturales de gran impacto como la muerte del presidente Jaime Roldós Aguilera y consecuentemente la transición del poder a Oswaldo Hurtado quien inició la aplicación de políticas de ajuste y programas de estabilización. En este gobierno se benefició a los grandes grupos económicos a través de la *sucretización* de la deuda externa privada que posteriormente fue ampliada y profundizada por el gobierno de León Febres Cordero. Los ingresos nacionales se vieron seriamente disminuidos por el Fenómeno de El Niño (1982-1983) que afectó seriamente la producción agrícola y por el terremoto de 1987 que destruyó un tramo del oleoducto transecuatoriano privando al Estado de su principal ingreso.

Al finalizar la década de los ochenta, agobiado por la crisis de la deuda el Ecuador inició su reforma económica y la aplicación de programas de reestructuración cuya implementación se aceleró en los años noventa (Nazmi, 2004:171).

En 1993 se expidió la primera Ley de Mercado de Valores “diseñada para ayudar a fortalecer el frágil mercado de acciones y bonos. Esta ley también creó el Consejo Nacional de Valores para mejorar el marco legal e implementar normas operacionales de tenencia, acreditación y pago” (Nazmi, 2004:180). Esta nueva reglamentación formó parte del proceso de modernización promovido por el gobierno de Sixto Durán Ballén con el direccionamiento de Alberto Dahik en su calidad de vicepresidente de la República. En esta ley se estableció que las bolsas de valores debían convertirse en corporaciones civiles sin fines de lucro y se sustituyeron los agentes de bolsas por las casas de valores.

Según lo menciona Arauz, en las discusiones del proyecto de ley de 1993 “los bancos ejercieron mucha presión para que en el proyecto final no se incluyan las

disposiciones relativas a la independencia del mercado de valores frente al sistema bancario que se habían realizado en el Congreso” (Arauz, 2011:64).

Como parte del modelo de liberalización financiera en 1994 se expidió la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero que sustituyó a la Ley de Bancos de 1927, la cual “desreguló agresivamente los mercados financieros, abrió canales para el flujo internacional de capitales y promovió la consolidación de grupos financieros mediante vinculaciones crediticias y tasas de interés discriminatorias”⁸(Oleas, 2006:37). Estas reformas financieras implementadas en un ambiente carente de supervisión y regulación efectivas debilitaron al sistema bancario que no estaba acostumbrado a análisis prudentes de crédito y riesgo, siendo éste el preámbulo de la crisis financiera de 1998 y 1999.

A pesar del enfoque privatizador que mantuvo el Estado, durante el período 1988-1995 se privatizaron únicamente once empresas, entre ellas la Bolsa de Valores de Quito y de Guayaquil. (Cuadro 3)

“El escaso o nulo interés por modernizar el sector productivo que buscaban estas transferencias de dominio quedó perfectamente claro cuando las dos minúsculas bolsas de valores que operan en el país se vendieron en forma separada, a representantes de los grupos empresariales de las dos ciudades más importantes del país, desperdiándose una oportunidad irrepetible de fusionarlas para aprovechar al menos las economías de escala que hubiera supuesto su unión” (Oleas, 2006:37).

La inestabilidad política de 1995 generada por la guerra con el Perú⁹, así como la renuncia de Alberto Dahik, acusado del delito de peculado, frenó el crecimiento de la economía y por ende del mercado de valores, ocasionando que el mercado accionario pierda participación, ya que dados los niveles de incertidumbre el mercado se inclinó por las opciones de renta fija.

El mandato de Abdalá Bucarán (1996-1997), partidario de la apertura y liberalización a ultranza, estuvo marcado por una amplia conflictividad social debido a

⁸ Se las conoce como “tasas corporativas”, que permiten la captación de créditos a intereses menores en beneficio de las empresas más grandes, generalmente vinculadas a los accionistas de las entidades financieras. Esta conducta discriminatoria se ha justificado aduciendo que esas empresas presentan información más segura, lo que tendría como contraparte un “costo” menor del capital, dado el riesgo menor.

⁹ Alberto Acosta en “Breve Historia Económica del Ecuador” señala que este conflicto costó a la economía nacional aproximadamente US\$ 360 millones.

la radicalización del ajuste neoliberal y a los altos niveles de corrupción. Con su destitución el país inició una penosa época de inestabilidad política.

Cuadro 3. Privatización de Ecuador: compañías, sectores y valor de renta, 1988-1995

Año	Compañía	Sector	Valor de Venta (Millones US\$)
1993	La Cemento Nacional	Cemento	0.8
1994	La Cemento Nacional	Cemento	53.8
1994	Cementos Selva Alegre	Cemento	40.0
1994	Fertisa	Fertilizantes	0.9
1994	Bolsa de Valores de Guayaquil	Servicios Financieros	0.3
1994	Bolsa de Valores de Quito	Servicios Financieros	0.3
1994	Parque Industrial Cuenca	Complejo Industrial	0.2
1994	Azucarera Tropical Americana	Azúcar	0.1
1994	Hotel Colón	Turismo	0.0
1995	Ecuatoriana	Aereolínea	33.0
1995	Cemento Selva Alegre	Cemento	40.0
		Total	169.4

Fuente: Internacional Finance Corporation (Tomado del libro "Antología economía ecuatoriana")

Durante el gobierno interino de Fabián Alarcón (1997-1998) se emitió la Ley de Descentralización del Estado y Participación Social en la cual se estableció que

“[...] las inversiones, colocación de recursos y compra venta de activos financieros de todo origen, del sector público por medio del mercado financiero y de valores debían efectuarse equitativamente por región, de tal manera que el 50% de dichas operaciones se debían transar en la Sierra y el Oriente y el otro 50% en la Costa y Galápagos” (LDEPS, 1997).

En 1998 se expidió una nueva Ley de Mercado de Valores que se encuentra vigente hasta la fecha. Uno de los principales cambios de esta reforma fue la incorporación de figuras como los inversionistas institucionales, los fideicomisos y la titularización.

Entre 1998 y 1999 Ecuador sufrió una de sus peores crisis financieras y económicas. El gobierno de Jamil Mahuad decretó el feriado bancario (marzo de 1999) con el posterior congelamiento de los depósitos, se cerraron 28 instituciones financieras y se dolarizó la economía. Se estima que esta crisis generó al país pérdidas superiores a los US\$ 6.000 millones (Correa, 2009:63).

“En el año 1999, la incertidumbre, la devaluación y la inflación minimizaron las emisiones privadas mientras que las emisiones del sector público crecieron sustancialmente, debido a la necesidad de captar recursos para utilizarlos en el salvataje bancario. Con la dolarización prácticamente desaparecieron los mercados de liquidez; y los ahorros de la seguridad social, denominados en sucres, se diluyeron” (Arauz, 2011:50).

Una vez destituido el presidente Jamil Mahuad asumió el poder el vicepresidente de la República Gustavo Noboa Bejarano y a los pocos meses de su mandato mediante decreto ejecutivo¹⁰ estableció que las inversiones en activos financieros del sector público que superen los 1.000 UVC¹¹ (equivalente a US\$ 2.689) debían realizarse obligatoria y exclusivamente a través del mercado de valores ecuatoriano.

Esta decisión puede ser considerada positiva si ello hubiera contribuido a transparentar las negociaciones y brindar al mercado mayor información para la construcción de precios; sin embargo, no podemos pasar por alto que con esta disposición “las bolsas de valores garantizaban ingresos siempre y cuando el Estado emita valores, esta transferencia de recursos establecida en la ley se puede considerar un subsidio” (Arauz, 2011:70).

Adicionalmente, es importante considerar que esta disposición estuvo ligada directamente al *equilibrio regional* fomentado en la Ley de Descentralización del Estado y Participación Social, mencionada anteriormente, con lo cual se consiguió distribuir equitativamente las comisiones entre la bolsa de Quito y Guayaquil, con lo cual las dos entidades bursátiles (BVQ y BVG) no tenían que competir por los recursos del Estado ya “preasignados 50/50”: Resulta contradictorio que los incentivos de competencia que se suponen consustanciales a cualquier mercado capitalista, sean sustituidos por un principio histórico-geográfico-político de *equidad territorial*.

El ajuste estructural establecido por el Consenso de Washington, que caracterizó a la década de los noventa, incluía, entre otros: “austeridad y disciplina fiscal, reestructuración del gasto público, reforma tributaria, privatización de las empresas públicas, liberalización comercial, desregulación del mercado financiero, apertura de la

¹⁰ Decreto Ejecutivo 589, Registro Oficial No. 128, 26 de julio del 2000

¹¹ Unidad de Valor Constante –UVC: Unidad de cuenta cuyo valor en sucres cambiaba de acuerdo a la inflación, creada mediante LMV en 1993 con la finalidad de impulsar el ahorro a largo plazo. Según el Art. 12 de la “Ley para la Transformación Económica del Ecuador” todas las referencias en UVCs se reemplazaron por dólares a un valor fijo e invariable de US\$ 2,6289

cuenta de capitales, apertura sin restricciones a la inversión extranjera directa, flexibilización laboral” (Acosta, 2006:158). Estas recomendaciones de política económica fueron finalmente aplicadas de manera parcial en función de los criterios, interpretaciones e intereses de los grupos de poder. Como señala Oleas, “las recomendaciones fueron asumidas en la medida en la que no se vulneraron los intereses de grupos económicos reacios a desarrollar su actividad en mercados realmente competitivos” (Oleas, 2006:32).

Durante el período 2000-2005 la economía ecuatoriana creció moderadamente como efecto de la recuperación de la crisis financiera, el significativo incremento en el precio del petróleo acompañado por la construcción del Oleoducto de Crudos Pesados - OCP, y el surgimiento de un nuevo ingreso conformado por las remesas de los migrantes, entre otros. A pesar de ello este crecimiento no se tradujo en bienestar social, ya que las prioridades para los gobiernos de turno eran otras. Así, en Junio de 2002 se expidió la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal en la cual se limitó el crecimiento del gasto público, incluida la inversión social, a 3,5% del PIB, mientras que se creó el Fondo de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público - (FEIREP) el cual se constituyó con todos los ingresos del Estado que provenían del petróleo transportado por el OCP con el objetivo de priorizar el pago del servicio de deuda y su recompra.

A partir del año 2007 con el gobierno de Rafael Correa, se planteó un cambio radical y profundo del sistema económico-político basado en “un sano equilibrio de las variables macroeconómicas, la generación de empleo, la redistribución equitativa de la riqueza, y la mejora de las condiciones de vida de la población” (Falconí, s/f).

Durante todo este tiempo Ecuador ha mantenido una economía abierta con alto grado de dependencia del petróleo, cuyo precio es muy sensible a pequeñas variaciones de la demanda u oferta y está expuesto a un alto nivel de especulación, lo cual la convierte en una economía vulnerable ante shocks externos.

La crisis financiera internacional que inició a finales del 2007 ha afectado al Ecuador por varias vías: disminución del flujo de remesas, caída en las exportaciones a hacia EE.UU y la Unión Europea, disminución de los precios de las materias primas y volatilidad de los precios del petróleo.

A pesar de la crisis económica del 2009 el Ecuador fue uno de los pocos países de la región que mantuvo tasas de crecimiento positivas en ese año, lo cual se explica por la aplicación de políticas contra cíclicas. El impulso económico provino principalmente de la inversión pública, así como de la aplicación de una activa política fiscal, administración de las reservas de libre disponibilidad, imposición de salvaguardas temporales y ampliación del crédito público.

Un hecho relevante para el mercado de valores fue la consulta popular del año 2010 mediante la cual el Gobierno logró que la ciudadanía se pronuncie a favor de la desinversión del sector bancario en las entidades reguladas por la LMV. Con ello se consigue romper la apropiación que históricamente la banca ha mantenido sobre este mercado.

Así también, el Gobierno anunció la intención de crear una nueva LMV que permita desarrollar el mercado facilitando la movilización efectiva del ahorro a la inversión y que ésta a su vez propicie la creación de nuevas formas de financiamiento alternativo. Sin embargo, varios han sido los proyectos de ley que se han socializado sin que se llegue a concretar la expedición de la nueva ley. Actualmente se conoce que el Gobierno propondrá únicamente reformas a la normativa vigente.

La “cuestión regional”

El tema regional ha jugado un papel importante en la conformación de la institucionalidad ecuatoriana. Se considera necesario hacer un breve recuento histórico que permita comprender el origen, naturaleza e influencia de la “cuestión regional” conflicto que según Juan Maiguashca “ha sido el principal fenómeno político en la historia ecuatoriana a lo largo de todo el siglo XIX y hasta nuestros días” (Maiguashca, 1992:182) y que ha sido elemento clave en el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano.

El Ecuador se fundó como República en 1830 en medio de la crisis del Imperio Español. La naciente República heredó tanto la deuda inglesa así como una economía desolada por dos décadas de enfrentamientos bélicos. Con la independencia política del Ecuador, accedió al poder una alianza conformada por la oligarquía terrateniente e importadora, quienes con el respaldo del militarismo y el clero intentaron instrumentar en su beneficio “su propio proyecto nacional”. Las élites regionales de la Costa y de la

Sierra “tomaron conciencia de sí mismos durante el proceso independentista, cuando surgió la posibilidad de deshacerse del poder metropolitano y de obtener control sobre su propio destino” (Maignashca, 1992:181).

El tema regional se vio exacerbado en lo económico debido a la pugna por la asignación de recursos y en lo político por la influencia en el control territorial y social, así también influyeron aspectos étnicos, culturales y religiosos (Acosta, 2006: 23-36).

Las permanentes tensiones regionales ocasionadas básicamente por intereses clientelares se han mantenido durante la historia republicana del Ecuador, el cual a pesar de los intentos por instaurar un cambio de modelo económico ha mantenido las estructuras e instituciones consolidadas en décadas pasadas, y por tanto el poder ha sido ejercido por grupos económicos radicados principalmente en Quito y Guayaquil.

La existencia de dos bolsas de valores (en Quito y Guayaquil) en un mercado pequeño es un ejemplo de cómo los intereses regionales priman sobre los intereses colectivos. Desde su origen las bolsas han funcionado desarticuladamente, no se han comunicado, no han competido, no han generado economías de escala y no han ampliado los mercados de intermediación de capitales en forma sinérgica, sino que han devenido en instrumentos de acumulación regional, al amparo de la renta provista por el Estado a base de regulaciones como la Ley de Descentralización del Estado y Participación Social. Entonces, resulta que el pregonado empoderamiento del mercado, por parte del “neoliberalismo criollo” (Falconí y Oleas, 2006:41), fue manipulado para mantener prebendas y rentismos reñidos con la libre competencia de mercado.

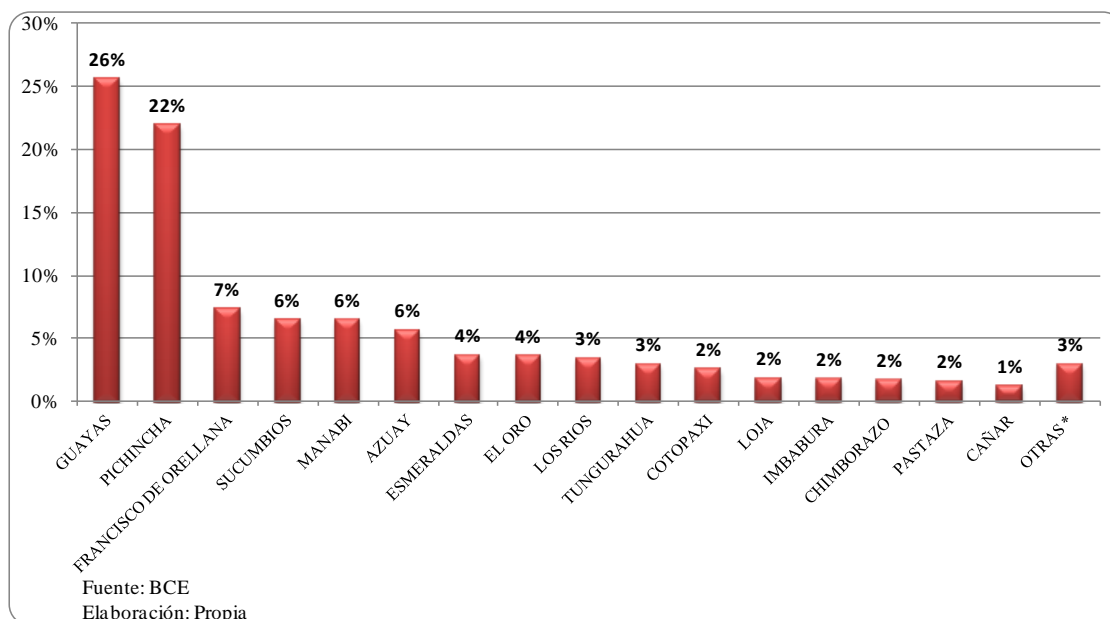
Una de las variables económicas que permite cuantificar la actividad económica nacional es la relacionada con la “producción”¹². Las cifras presentadas en el Gráfico 1 evidencian la exacerbada desigualdad existente entre Guayas (26%) y Pichincha (22%) con el resto de provincias. Estas últimas en conjunto concentran el 48% de la producción nacional; mientras que la provincia de Francisco de Orellana ubicándose en la tercera posición participa apenas del 7%.

El financiamiento es un mecanismo para potenciar el desarrollo territorial y si uno de los principales objetivos del mercado de valores es direccionar el ahorro hacia el sector productivo, las bolsas de valores deberían haber contribuido a crear las

¹² La producción se define como “una actividad ejercida bajo el control, responsabilidad y gestión de una unidad institucional (una empresa, un hogar, el gobierno, etc.) que combina los recursos (mano de obra, capital, bienes y servicios) para fabricar bienes o proporcionar servicios” (BCE, 2012).

condiciones necesarias para democratizar el acceso al capital. Por el contrario, al parecer han fomentado la inequidad regional al ayudar a la concentración del capital asentado en Quito y Guayaquil.

Gráfico 1. Participación en producción por provincia. Año 2005



Formalización institucional del mercado de valores

Las actividades de los agentes económicos que participan en el mercado de valores están regidas por una normativa estructurada en varios niveles. Ordenadas por su jerarquía, estas son leyes generales (Ley de Mercado de Valores, Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, Ley de Compañías, Ley de Régimen Tributario Interno, etc.), regulaciones y disposiciones dictadas por reguladores estatales (Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores), y normas expedidas por entes privados (reglamentos de las bolsas, códigos de ética, etc.), siendo la norma de mayor relevancia la Ley de Mercado de Valores vigente desde 1998.

“El ámbito de aplicación de esta ley abarca el mercado de valores en sus segmentos bursátil y extrabursátil, bolsas de valores, asociaciones gremiales, casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos, calificadoras de riesgo, emisores, auditoras externas y demás participantes que de cualquier manera actúen en el mercado de valores” (LMV, 1998).

Como se mencionó, tanto la primera LMV como la vigente fueron expedidas en la década de los noventa del siglo pasado, período en el cual la política económica del Ecuador se ocupó en implementar el modelo neoliberal que minimizó la acción del Estado bajo el principio de que los mercados se autorregulan.

Según North, “las reglas formales, son hechas para servir los intereses de quienes tienen el poder de negociación para idear nuevas normas” (North, 1993:29), por lo tanto resulta evidente entender por qué una ley que declara como su objeto “promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua” (Ley de Mercado de Valores, 1998:1) ha privilegiado la participación de las grandes empresas, fomentado la intervención de los grupos de poder en todas las instancias del mercado, constituyéndose así en una normativa que diseña desde su origen un mercado de valores excluyente.

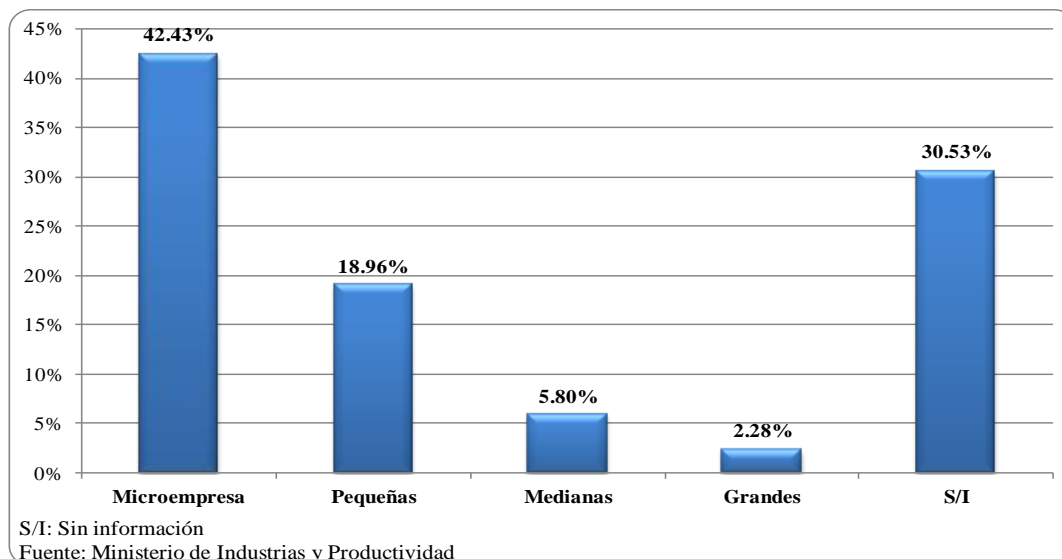
Así también, a pesar de que la ley declara la promoción de un mercado de valores integrado, profundiza el regionalismo no solo mediante la existencia de dos bolsas de valores a quienes se les otorga facultades de autorregulación, sino que crea dos intendencias, una en Quito y otra en Guayaquil, con autonomía técnica y operativa (LMV, 1998). Si estos organismos tienen como atribución ejecutar la política general del mercado de valores e inspeccionar a los actores que participan en él, deberían actuar unificadamente bajo una misma perspectiva de regulación nacional y no atendiendo a intereses regionales.

Las instituciones formales conocidas como de *movimiento rápido* se espera que evolucionen permanentemente dando paso al cambio institucional. Pero por el contrario, la LMV se ha mantenido vigente por más de dos lustros y durante este período no ha tenido cambios significativos, a pesar de que el mercado de valores ecuatoriano necesita de esa dinámica que le permita generar una participación activa y democrática de todos los actores.

Si la canalización del ahorro hacia las actividades productivas constituye el principal objetivo del mercado de valores, la normativa que lo regula debería facilitar la generación de espacios y mecanismos que permitan a todos los sectores productivos beneficiarse de esta opción de financiamiento. Más aún cuando la distribución del sector empresarial por tamaño de empresa está conformada mayoritariamente por Mipymes,

como ocurre en Ecuador, mientras que la participación de las grandes empresas es marginal, como lo evidencian las cifras del Gráfico 2.

Gráfico 2. Participación por tamaño de empresa. Año 2009



La Ley de Mercado de Valores establece la *oferta pública* como el mecanismo por medio del cual los demandantes de recursos (emisores) ponen en conocimiento de los posibles inversionistas su intención de colocar sus títulos valores en el mercado primario o secundario para así acceder al financiamiento.

Para ser autorizada por la SIC, toda oferta pública del sector privado debe cumplir con ciertos requisitos: contar con calificación de riesgo (excepto para acciones); inscribir en el Registro del Mercado de Valores al emisor y al título valor; entregar al mercado (usualmente a través de las casas de valores) un prospecto o circular de oferta pública previamente aprobado por el organismo de control en el cual consten las características de la emisión y la información relevante del emisor y conservar activa la inscripción durante el tiempo que la emisión se mantenga en mercado para lo cual entre otros requerimientos se necesita presentar estados financieros anuales auditados.

Estos requisitos suelen convertirse en barreras de entrada para las Pymes que habitualmente no disponen de una estructura organizacional que garantice una adecuada gestión administrativa, contable y financiera que permita cumplirlos satisfactoriamente y alcanzar la calidad de emisores. De las 103 empresas del sector privado no financiero

inscritas como emisoras en el RMV durante el período 2005-2010, apenas 11 corresponden a Pymes, es decir un magro 10,7% del total de empresas inscritas.

Cuadro 4. Empresas emisoras del sector privado no financiero inscritas en el RMV

AÑO	GRANDE	MEDIANA	PEQUEÑA	TOTAL
2005	7		1	8
2006	14	2	1	17
2007	7		1	8
2008	23	2	1	26
2009	17		1	18
2010	24	2		26
TOTAL	92	6	5	103
%	89.3%	5.8%	4.9%	

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Propia

La estructura organizacional y la formalidad en el manejo financiero, contable y operativo de las grandes empresas ha facilitado su acceso a este mercado al punto de convertirse en las beneficiarias casi exclusivas del financiamiento del mercado de valores, como lo evidencian las cifras del Cuadro 5. Esto, junto a la conducta adversa al riesgo asumida por los inversionistas, quienes basan sus decisiones de inversión fundamentalmente en la calificación de riesgo del emisor, han contribuido a mantener un mercado de valores excluyente.

Durante el período 2005-2010 el monto total emitido por empresas del sector privado no financiero alcanzó los US\$ 1.020 millones, de los cuales el 98,9% corresponde a emisiones de grandes empresas; mientras que, las Pymes en conjunto alcanzan apenas el 1,1% de los montos emitidos nacionales.

Cuadro 5. Montos emitidos por tipo de empresa (en miles de US\$)

AÑO	GRANDE		MEDIANA		PEQUEÑA		TOTAL
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	
2005	88	99.9%		0.0%	0	0.1%	88
2006	140,805	98.0%	2,778	1.9%	100	0.1%	143,683
2007	72,272	99.9%		0.0%	100	0.1%	72,372
2008	289,158	97.6%	6,900	2.3%	125	0.0%	296,183
2009	166,800	99.9%		0.0%	135	0.1%	166,935
2010	340,000	99.7%	1,150	0.3%		0.0%	341,150
TOTAL	1,009,123	98.9%	10,828	1.1%	460	0.0%	1,020,411

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Propia

Análisis de los grupos relevantes de interés y su rol en el mercado de valores

El marco institucional en el que opera el mercado bursátil ha dado paso a la creación, fortalecimiento y permanencia de múltiples organizaciones que juegan roles específicos en el mercado de valores, las normas que sustentan la institucionalidad del mercado son, en lo formal, generales e igualitarias; pero la práctica de la institución se realiza a partir de la captura de ciertas entidades de la institución por parte de grupos específicos; la falta de representación de los grupos latentes confiere el carácter excluyente a la institución.

Si se considera que “la interacción entre instituciones y organismos determina la dirección del cambio institucional” (North, 1993:18) y si las organizaciones tienen como finalidad en sí misma proteger los intereses de sus miembros y en ocasiones priorizar los intereses que sus líderes persiguen (Olson, 1992:16), los intereses de grupo se convierten en factores determinantes para definir la dirección que tomará la institucionalidad del mercado de valores.

Grupos inclusivos:

Como se señaló esta categorización aplica a aquellos grupos que proveen *bienes colectivos inclusivos*¹³ y que muestran una actitud favorable a la incorporación de nuevos miembros.

¹³ Es de naturaleza tal, que la exclusión no es factible, por lo menos dentro de algún grupo dado, en el que los miembros adicionales pueden disfrutar el bien con poca o ninguna reducción en el consumo de los antiguos miembros.

Organismos de Control

El mercado de valores genera una diversidad de intercambios económicos que se formalizan a través de contratos y acuerdos entre los agentes del mercado. Para garantizar el cumplimiento de los términos pactados es indispensable la participación de un tercero confiable que vigile su cumplimiento o que, en su defecto, tenga la capacidad de exigir el respeto a las normas por medio de la coacción. Las entidades que tienen la capacidad de supervisar y regular el mercado de valores ecuatoriano son la Superintendencia de Compañías y el Consejo Nacional de Valores.

Superintendencia de Compañías (SIC)

La Constitución de la República vigente define a las “superintendencias como organismos técnicos de vigilancia, auditoría, intervención y control de las actividades económicas, sociales y ambientales” (CRE, 2008). En el caso de la Superintendencia de Compañías la LMV le otorga facultades y atribuciones, para que por medio de sus intenciones del mercado de valores en Quito y Guayaquil vele por la estabilidad de las entidades sujetas a su control, garantice el cumplimiento obligatorio de la normativa legal vigente por parte de todos quienes intervienen en este mercado y en caso de inobservancia aplique las sanciones que correspondan, entre otros.

La teoría de la agencia señala que las organizaciones se crean “como medio para minimizar los costos de transacción, es decir los costos de supervisar y garantizar el cumplimiento de los acuerdos” (Prats, 2007:134).

La Superintendencia de Compañías, para desempeñar eficientemente su rol de supervisor, requiere contar con recursos tecnológicos, humanos y económicos que le permitan brindar al público seguridad y confianza en el funcionamiento del mercado.

Para el cumplimiento de su gestión la Superintendencia requiere contar con recursos económicos permanentes los cuáles deben ser provistos por el Estado. A pesar de que la Constitución de 2008 eliminó la autonomía económica para las superintendencias, se mantienen vigentes las *contribuciones* que los agentes que intervienen en el mercado de valores están obligados a entregar periódicamente al organismo de control.

Consejo Nacional de Valores (CNV)

Esta entidad se creó “[...] adscrito a la Superintendencia de Compañías como órgano rector del mercado de valores y tiene como función principal establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento” (Ley de Mercado de Valores, 1998:5). La integración del CNV está definida por la ley, la cual nuevamente hace hincapié en separar la geografía ecuatoriana en dos regiones de mercado, cuando señala que “El Superintendente de Compañías cuidará que las designaciones establezcan un equilibrio regional” (Ley de Mercado de Valores, 1998:5)

A menudo el sistema regulatorio es capturado por quienes se supone deben ser los regulados, más aún cuando éstos tienen capacidad de organización y conformación de grupos de presión que cabildean para lograr que las regulaciones vigentes o bien las de nueva creación les favorezcan. La *captura regulatoria* utiliza también medios más sutiles, como la difusión de ideas que al ser expuestas por los regulados que se autocalifican de *expertos* en el manejo del tema, buscan posicionarlas como verdades incuestionables (Stiglitz, 2010:22). Este mecanismo resulta efectivo especialmente cuando existen propuestas de cambio por parte de las instancias gubernamentales que pueden afectar el status-quo y por ende los espacios de poder de los grupos de presión.

Bolsas de Valores

Estas organizaciones son autorizadas y controladas por la SIC, cuyo objetivo es brindar a sus miembros los servicios y mecanismos transaccionales que faciliten la negociación de los valores en los mercados bursátiles del Ecuador.

A partir de su privatización en 1994, las bolsas de valores de Quito y Guayaquil se constituyeron como *corporaciones civiles sin fines de lucro*¹⁴. Pueden ser miembros solo los intermediarios autorizados (casas de valores) autorizadas por la SIC, propietarios de una cuota patrimonial de esa bolsa. Este requisito se asemeja a una membresía de carácter obligatorio.

Durante el período 2005-2010 el número de casas de valores asociadas a las bolsas fluctuó entre 34 y 36. Para el 2010 las bolsas de valores estuvieron integradas por 27 entidades independientes y 9 de propiedad de instituciones del sistema financiero.

¹⁴ Unión estable de una pluralidad de personas que persiguen fines e ideales altruistas, no lucrativos.

Cuadro 6. Número de miembros de las bolsas de valores - 2010

Casas de Valores	Financiero	Independientes	Total
Bolsa Quito	4	18	22
Bolsa Guayaquil	5	9	14
Total	9	27	36

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Propia

Las bolsas de valores tienen como máximo órgano de gobierno a la asamblea general conformada por todos los asociados quienes eligen un directorio al que “le corresponde coadyuvar al desarrollo del mercado bursátil, fijar las políticas institucionales, expedir las normas de autorregulación, velar por el cumplimiento de la ley, de las normas complementarias y de autorregulación, así como controlar y sancionar a sus miembros.” (Ley de Mercado de Valores, 1998:47).

Las asambleas generales de las dos bolsas de valores han optado por mantener por largos períodos de tiempo a sus principales ejecutivos¹⁵. Por lo general se espera que la estabilidad que generan estos largos períodos de gestión garantice la *continuidad*¹⁶ en el desarrollo e implementación de los proyectos y planes estratégicos establecidos por la alta dirección, encaminados a desarrollar el mercado de valores. Sin embargo, la continuidad deviene en *continuidadismo*¹⁷ si los ejecutivos bloquean la alternabilidad democrática y esto sirve para impedir la innovación y el cambio institucional.

Las bolsas de valores (BVQ y BVG) han creado en forma artificial dos espacios de mercado que conviven en un ambiente de competencia restringida y que, amparadas en un principio político de *equilibrio regional* mantienen mercados seguros y cautivos. El Cuadro 7 presenta cifras que permiten observar una distribución casi proporcional de un mercado de valores pequeño, cuyo aporte a la economía nacional todavía es marginal.

¹⁵ En el caso de la Bolsa de Guayaquil, el Ab. Rodolfo Kronfle Akel ejerce el cargo de Presidente del Directorio por casi 20 años y en el de la de Quito el Dr. Patricio Peña es Presidente desde 2002.

¹⁶ Equivalente a estabilidad y regularidad y por tanto deseable en la gestión, según la conveniencia del status-quo.

¹⁷ Estado de cosas que se prolonga indefinidamente, sin indicios de cambio o renovación.

Cuadro 7. Montos negociados nacionales (en millones de US\$)

Año	BVQ		BVG		Total Nacional	PIB *	% sobre PIB
	Monto	%	Monto	%			
2005	1,887	54.0%	1,610	46.0%	3,497	36,942	9.47%
2006	2,575	53.0%	2,287	47.0%	4,862	41,705	11.66%
2007	1,808	51.5%	1,702	48.5%	3,510	45,504	7.71%
2008	2,638	51.1%	2,527	48.9%	5,165	54,209	9.53%
2009	2,899	45.1%	3,528	54.9%	6,427	52,022	12.35%
2010	2,685	52.7%	2,409	47.3%	5,093	57,978	8.79%

Fuente: Superintendencia de Compañías/ * BCE

Elaboración: Propia

Las bolsas de valores gozan de capacidad de autorregulación que les faculta a “[...] dictar sus reglamentos y demás normas internas, así como a ejercer control de sus miembros y a imponer las sanciones” (Ley de Mercado de Valores, 1998:43).

Grupos exclusivos

Esta categoría aplica a aquellos grupos que muestran una actitud desfavorable a la incorporación de nuevos miembros debido a que el beneficio que se deriva del *bien colectivo exclusivo* es fijo y limitado, lo cual induce a los miembros del grupo a tratar de reducir el tamaño de su grupo. En este estudio hemos incluido en esta clasificación a los siguientes actores:

Casas de Valores

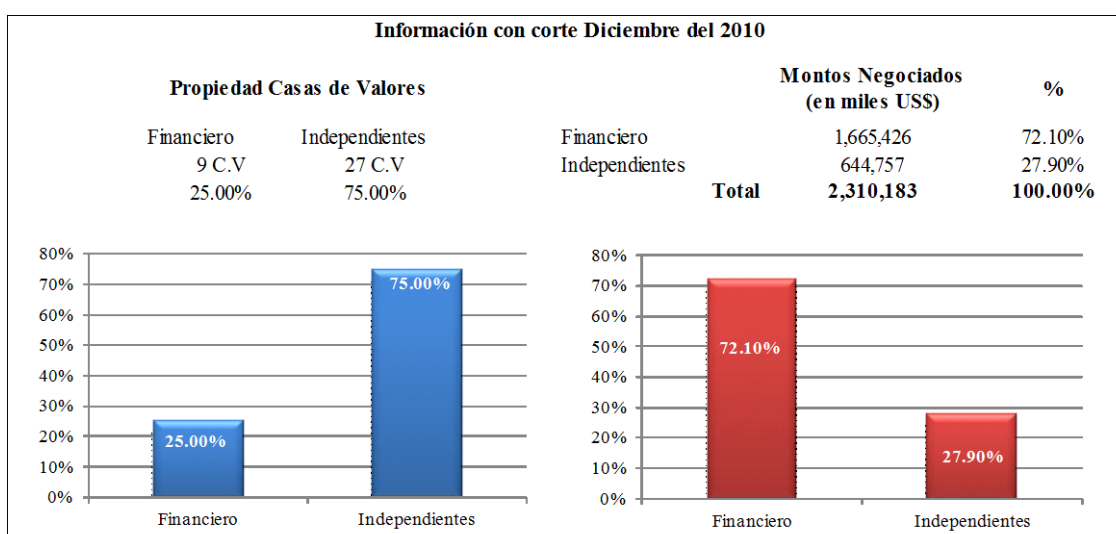
Son entidades constituidas bajo la figura de compañías anónimas autorizadas y controladas por la SIC cuyo objetivo principal es la intermediación de valores, es decir la vinculación entre la oferta y la demanda. Negocian en el “[...] mercado de valores por medio de operadores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, quienes actúan bajo responsabilidad solidaria con sus respectivas casas” (Ley de Mercado de Valores, 1998:57).

Entre las principales actividades que están facultadas a realizar tenemos:

“Administrar portafolios de terceros, adquirir o enajenar valores por cuenta propia, dar asesoría e información en materia de intermediación de valores, finanzas y valores, estructuración de portafolios de valores, adquisiciones, fusiones, escisiones y a realizar actividades de market-maker” (Ley de Mercado de Valores, 1998:58).

Al clasificar a las casas de valores en función de su propiedad, se puede observar que el manejo del mercado está dominado por aquellas entidades de propiedad de grupos financieros o de entidades del sistema financiero privado. El Gráfico 3 indica que el 72,1% del total de los volúmenes negociados a diciembre de 2010 fueron transados por medio de casas de valores propiedad del sector financiero, a pesar de que en número apenas representan el 25% del total de casas de valores habilitadas para negociar en las bolsas de valores de Quito y Guayaquil.

Gráfico 3. Propiedad de casas de valores y montos negociados



Fuente: Superintendencia de Compañías - Bolsas de Valores

Elaboración: Propia

La facultad de asesorar a sus clientes y manejar portafolios de terceros permite a las casas de valores jugar un papel determinante en la asignación de recursos, más aún en un mercado pequeño como el ecuatoriano, en el “[...] que son pocas las empresas que participan en las transacciones ya sea como emisoras o inversionistas y, de éstas, buena parte son entidades bancarias” (Rosero, 2010:27).

El funcionamiento óptimo del mercado de valores requiere neutralidad por parte de estos actores. En el caso ecuatoriano, el mercado está dominado por casas de valores relacionadas con bancos. Los bancos proveen de clientes a sus filiales y en muchos casos son al mismo tiempo sus principales *comitentes*. Esta estructura de mercado podría generar condiciones en las que no prevalece la competencia, lo que generaría resultados de asignación no óptimos.

Emisores

La legislación vigente reconoce como emisores privados a las “entidades de derecho privado nacionales o extranjeras, así como a los mecanismos de titularización; a estos se los clasifica como emisores del sector financiero y del sector no financiero” (Ley de Mercado de Valores, 1998) quienes para demandar recursos en este mercado, deberán inscribirse en el RMV. Para el caso de las entidades nacionales del sector público, la inscripción es automática y se formaliza con la notificación a la SIC sobre su capacidad legal para emitir.

Adquirir la calidad de emisor del mercado de valores permite diversificar las fuentes de financiamiento, disminuir el costo financiero, acceder a fondeo de mediano y largo plazo, optimizar el manejo de los ciclos de liquidez dado que los procesos de emisión se diseñan y estructuran en base a las necesidades de financiamiento propias de cada emisor, entre otros.

Los sectores que mayor presencia han mantenido en la colocación de sus emisiones de valores han sido el sector público y el sector financiero privado; mientras que el *sector mercantil*¹⁸ a pesar de mantener un constante crecimiento registra una participación marginal en los volúmenes negociados en renta fija (Cuadro 8). En el sector público el principal emisor es el Ministerio de Finanzas seguido por la Corporación Financiera Nacional y en el caso del sector financiero privado el mayor emisor es sistema de bancario comercial.

Cuadro 8. Participación por sector en colocaciones en renta fija (en miles de US\$ y en porcentaje)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sector Público	1,716,698	2,373,589	1,014,574	911,943	1,766,446	2,224,034
Sector Financiero	1,550,400	1,909,259	1,966,667	3,505,979	2,639,687	1,912,007
Sector Mercantil	81,879	270,608	236,620	557,619	664,756	828,662
Total Renta Fija	3,348,976	4,553,457	3,217,862	4,975,541	5,070,889	4,964,702
% Sector Público	51.3%	52.1%	31.5%	18.3%	34.8%	44.8%
% Sector Financiero	46.3%	41.9%	61.1%	70.5%	52.1%	38.5%
% Sector Mercantil	2.4%	5.9%	7.4%	11.2%	13.1%	16.7%

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Propia

¹⁸ La Superintendencia de Compañías clasifica como sector mercantil a las compañías no financieras.

Los procesos de oferta pública se concentran principalmente en emisiones de renta fija en instrumentos como obligaciones, papel comercial y titularizaciones con muy poca participación del mercado accionario; estos procesos de emisión generalmente tienen como objetivo el financiamiento de capital de trabajo y/o sustitución de pasivos.

El sector financiero no solo acude al mercado de valores para colocar sus papeles de emisión genérica como depósitos a plazo, avales, pagarés, etc., también se vale de los procesos de oferta pública para colocar sus títulos de largo plazo. El Cuadro 9 detalla las cifras correspondientes a las autorizaciones de oferta pública realizadas en el período 2005-2010, en el cual se autorizaron US\$ 2.160 millones entre 270 emisores para el sector mercantil y US\$ 2.623 millones entre 72 emisores del sector financiero. Esto significa que el financiamiento vía ofertas públicas se direccionó en 45,2% para el sector mercantil y 54,8% para el sector financiero. (En el Anexo No. 1 se puede observar el detalle por tipo de papel)

Cuadro 9. Autorizaciones de ofertas públicas por sector (en miles US\$)

Año	MERCANTIL		FINANCIERO	
	# Emisores	Total	# Emisores	Total
2005	18	119	12	349
2006	30	238,933	15	632,667
2007	21	145,472	7	143,011
2008	64	630,283	12	254,267
2009	56	444,685	14	712,848
2010	81	700,732	12	879,953
Total	270	2,160,224	72	2,623,095
Participación	78.9%	45.2%	21.1%	54.8%

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Propia

Inversionistas Institucionales

Los inversionistas son aquellos participantes del mercado que disponen de recursos (ahorros) para ser colocados en el mercado, por medio de la compra de instrumentos financieros de renta fija o renta variable, con el objetivo de maximizar su rendimiento en función del riesgo asumido. “En el mercado de valores, la variable crucial es el riesgo y el activo intangible fundamental es la confianza y seguridad del inversionista” (Rosero, 2010:24).

Entre los inversionistas existen entidades que adquieren la calidad de *inversionista institucional* dado que su giro principal es “la realización de inversiones en valores u otros bienes y su volumen de transacciones entre otras características permite calificar de significativa su participación en el mercado” (Ley de Mercado de Valores, 1998:74).

Se define como una precondition necesaria para el establecimiento de los mercados de capitales la existencia de este tipo de inversionistas, quienes suelen especializarse en el manejo de los sistemas de pensiones, los mismos que por su “capacidad de ahorro y por ende de provisión de recursos de largo plazo para la inversión juegan un rol fundamental en el desarrollo de los mercados de capitales” (Jiménez y Manuelito, 2010:43).

Durante el gobierno de Sixto Durán Ballén el pueblo ecuatoriano vía consulta popular del año 1995, se pronunció en contra del intento de privatización de la seguridad social; posteriormente la Constitución de 1998 estableció que la seguridad social, siendo un deber del Estado, se prestaría con la participación del sector público y privado¹⁹ para lo cual fijó la conformación de los seguros complementarios previsionales²⁰.

Tres años más tarde, a finales de 2001, se expidió la Ley de Seguridad Social la cual planteó como principales reformas un sistema mixto de pensiones, incluyó un tramo de solidaridad intergeneracional, introdujo la “administración privada a cargo de una entidad depositaria de ahorro previsional (EDAP) y estableció el Sistema Nacional de Seguridad Social conformado por el IESS, ISSFA, ISSPOL, Fondos Complementarios Previsionales y Unidades Médicas Prestadoras de Salud” (Corral, 2010:125-129).

Posteriormente, la Constitución de 2008 implementó cambios sustanciales: la universalización de la seguridad social y la prohibición de su privatización²¹. Así también, se estableció que “los fondos previsionales públicos y sus inversiones se canalizarán a través de una institución financiera de propiedad del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social” (Constitución Política del Ecuador, 2008:372). En cumplimiento a este mandato en mayo de 2009 se creó el Banco del IESS.

¹⁹ Constitución del Ecuador 1998, Art. 55.

²⁰ Constitución del Ecuador 1998, Art. 61.

²¹ Constitución del Ecuador 2008, Art. 367.

En el caso ecuatoriano el sector privado está fuertemente limitado a gestionar en el mercado bursátil el ahorro de largo plazo acumulado en la seguridad social pública, lo que es un factor en contra de la expansión del sistema.

Sector Público

El sector público por medio del IESS es un inversionista estratégico para el mercado de valores ecuatoriano no solo por ser el depositario del acervo de ahorros previsionales más importante del país, sino porque se ha convertido en una especie de referencia para el mercado. Las estructuras financieras de los procesos de emisión se diseñan a la espera de ajustarse a los requerimientos de riesgo aceptados por este actor. Los emisores y agentes colocadores consideran que si la emisión es apetecible para el IESS, su colocación está prácticamente asegurada. Por sus volúmenes de colocación (ver Cuadro 10) habitualmente es quien marca el precio de negociación; el comportamiento de demanda de este inversionista se ha convertido en una señal que influye en las decisiones de compra de los potenciales inversionistas.

Cuadro 10. Participación IESS en Montos Nacionales Negociados (en millones de US\$)

	2,005	2,006	2,007	2,008	2,009	2010*
Monto Nacional Negociado	3,497	4,862	3,510	5,153	6,427	5,093
Valores Efectivos Compra IESS	1,249	1,249	1,509	1,740	1,621	1,251
Participación IESS	35.7%	25.7%	43.0%	33.8%	25.2%	24.6%

(*) Incluye IESS y BIESS

Fuente : Superintendencia de Compañías

Elaboración: Propia

La disminución en negociaciones bursátiles que presenta el IESS a partir del año 2009 se da tanto por la reforma a la LMV del año 2008, en la cual por iniciativa del Poder Ejecutivo se eliminó la obligación del sector público de realizar inversiones y compra-venta de activos financieros a través de sistemas de negociación bursátil, así como por el alto direccionamiento de recursos al financiamiento del mercado hipotecario.

Otros inversionistas del sector público con volúmenes de negociación significativos son la Corporación Financiera Nacional, el Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional y en Banco Ecuatoriano de la Vivienda. (El Anexo No. 2 presenta el detalle de estas inversiones).

Administradoras de fondos y fideicomisos

Son compañías o sociedades anónimas reguladas por la SIC; pueden ser propiedad de grupos financieros o instituciones del sistema financiero privado. Cumplen roles importantes en el mercado de valores tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta de títulos valores, ya que la ley las faculta para administrar fondos de inversión y para fungir como estructuradores y agentes de manejo de los procesos de emisión de titularizaciones, mecanismo que se ha convertido en uno de los principales medios de fondeo para el sector corporativo y financiero.

Los fondos de inversión son productos financieros que permiten a los pequeños y medianos inversionistas unir sus recursos por medio de un patrimonio autónomo con el objetivo de maximizar sus rendimientos financieros y de minimizar el riesgo en base a la diversificación del portafolio.

Estos productos han mostrado un significativo crecimiento en montos administrados, pasando de US\$ 390.8 millones en 2005 a US\$ 620.5 millones en 2010. (La evolución del patrimonio por administradora se puede observar en el Anexo No. 3). Las administradoras propiedad del sector financiero privado aprovechan las economías de escala generadas por el grupo financiero al que pertenecen. Hacen uso de sus servicios tecnológicos y operativos, comercializan sus fondos por medio de la red comercial de su banco cabeza de grupo y/o bancos relacionados, utilizan los servicios de corretaje de su casa de valores, etc. Estos factores pueden explicar la alta concentración en la administración del mercado de fondos de inversión por parte de entidades de propiedad del sistema financiero cuya participación, aunque ha disminuido del 88,5% en 2005 al 80,8% en 2010 sigue dominando este segmento del mercado.

Cuadro 11. Patrimonios administrados y participación por tipo de administradora según propiedad (en miles US\$)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Patrimonios Administrados	390,868	454,388	510,110	559,952	529,636	620,539
Participación por Administradora (propiedad de sector)						
Financiero	88.5%	85.4%	84.2%	83.3%	80.8%	80.8%
Independiente	11.5%	14.6%	15.8%	16.4%	18.5%	18.3%
Público	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	0.8%

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Propia

La capacidad de fondeo de largo plazo que caracteriza a los fondos de inversión, en especial a los fondos de largo plazo (fondos de ahorro programado y fondos de pensiones), así como la diversificación de la estructura de su pasivo permite que estos productos financieros tengan un potencial clave para el financiamiento de proyectos productivos en el mercado de capitales. Las empresas demandantes de recursos emiten instrumentos de deuda o acciones, y los fondos de inversión, en función de sus niveles de aversión al riesgo, adquieren estos instrumentos financieros para sus portafolios de inversión.

Las políticas de inversión y manejo de riesgos de los portafolios de inversión de los fondos son responsabilidad del comité de inversiones de cada administradora, el mismo que puede estar integrado hasta en un 40% por funcionarios de la entidad financiera que hace *cabeza de grupo*, con lo cual evidentemente existe una clara influencia de los intereses del grupo financiero en la asignación de recursos a los sectores de su preferencia.

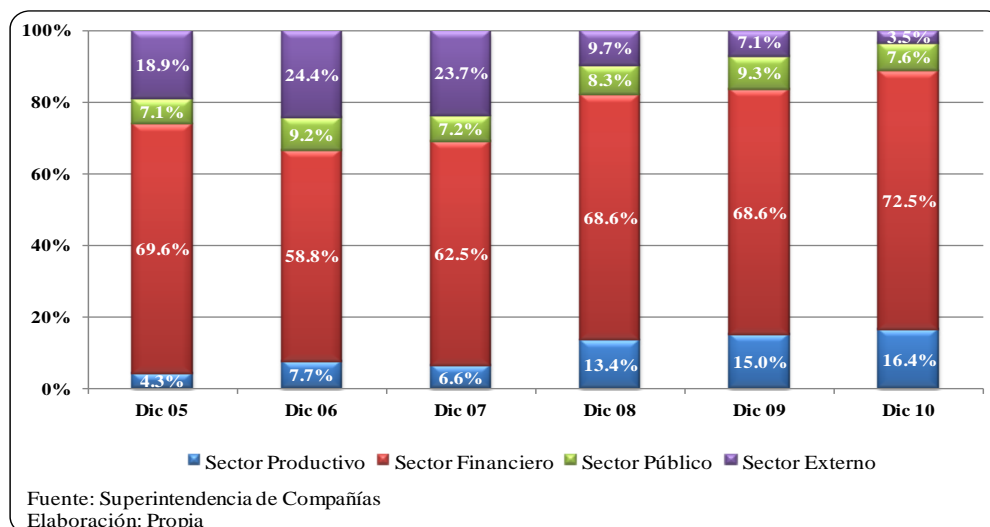
Los fondos de inversión, lejos de direccionar el financiamiento al sector productivo, se han convertido en un mecanismo de fondeo del mismo sector financiero (Gráfico 4). Es así que en promedio cerca del 70% de los recursos administrados por los fondos se ha colocado en instrumentos emitidos por las mismas entidades financieras. Cabe indicar que la disminución en exposiciones en el exterior no atiende a una decisión voluntaria de las administradoras para mantener los recursos en el país sino a factores como el cambio en el límite máximo legal del 50% al 20% para inversiones en el exterior²², el impuesto a la salida de divisas²³, el impuesto a los activos en el exterior²⁴ y la crisis financiera internacional.

²² Registro Oficial del Ecuador [2008, 461, Art.87]

²³ Registro Oficial del Ecuador [2007, 242, 28]

²⁴ Registro Oficial del Ecuador [2008, 497, Art.182]

Gráfico 4. Composición de portafolios de inversión por sector



Adicionalmente entre los inversionistas institucionales constan las “instituciones del sistema financiero públicas o privadas, a las mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, a las cooperativas de ahorro y crédito que realicen intermediación financiera con el público, a las compañías de seguros y reaseguros, [...] y, toda otra persona jurídica y entidades que el C.N.V. señale como tal [...]” (Ley de Mercado de Valores, 1998:74).

Debido al sigilo bursátil no es posible desagregar las cifras de colocación de dichas entidades en el mercado de valores.

Otros Agentes

Depósitos Centralizados de Valores

Los servicios de los depósitos centralizados de compensación y liquidación son provistos por el BCE o por compañías autorizadas por la SIC. Estos servicios consisten en “[...] recibir en depósito valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, encargarse de su custodia y conservación y brindar los servicios de liquidación y registro de transferencias de los mismos y, operar como cámara de compensación de valores” (Ley de Mercado de Valores, 1998:60).

Las entidades autorizadas para brindar este servicio son el Depósito Centralizado de Valores-BCE y el Decevale el cual tiene entre sus principales accionistas a las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, Banco Pichincha, Casa de Valores Multivalores BG,

Corporación Financiera Nacional, Administradora de Fondos del Pacífico y la Red del Mercado de Valores (Redeval).

Es importante mencionar que en el mercado ecuatoriano la emisión de títulos valores es mayoritariamente materializada, con lo cual el servicio de custodia es brindado principalmente por las entidades bancarias que según la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero están autorizadas a recibir y conservar los valores en su custodia.

Calificadoras de Riesgo

Las compañías calificadoras de riesgo son entidades especializadas en ejecutar el proceso de evaluación de la solvencia y probabilidad de pago de un emisor de valores a fin de determinar la capacidad de cumplir adecuadamente con los compromisos asumidos en los contratos de emisión. Es importante mencionar que los resultados de las calificaciones de riesgos no implican recomendaciones de compra.

Grupos Latentes

Los grupos grandes o latentes, a pesar de compartir intereses comunes, generalmente se encuentran desorganizados e inactivos lo cual los coloca en una posición desventajosa frente a los grupos pequeños o privilegiados quienes gozan de mayor efectividad puesto que sus decisiones se toman de manera rápida, acertada y cuidadosa.

Pequeñas y Medianas Empresas - PYMES (Demanda)

Las pequeñas y medianas empresas han permanecido por mucho tiempo en la indefinición, ya que los parámetros que permitían calificar a una empresa como Pyme no eran exactos ni local ni internacionalmente. “La unificación de los criterios de clasificación de empresas en cada país es esencial para la preparación y ejecución de políticas” (CEPAL, 2011: i).

A partir de la *VII Reunión de Expertos Gubernamentales en Estadísticas sobre Pymes de la Comunidad Andina* realizada en el 2007 se decidió homologar los criterios de clasificación y los países miembros se comprometieron a “elaborar y transmitir

estadísticas comunitarias armonizadas sobre las Pymes²⁵ que permitan el diseño, seguimiento y evaluación de las políticas que se desarrollen en el ámbito comunitario” (CAN, 2007)

Posteriormente, en el Ecuador por medio de uno de los reglamentos²⁶ del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones expedido en el 2010 se incluyó a los “Ingresos brutos anuales” como un criterio adicional. Además, el Ministerio de Industrias y Productividad mantiene a los “Activos Totales” como parámetro de clasificación en sus programas de fomento para las Mipymes.

El Cuadro 12 presenta un resumen de los criterios de clasificación para este tipo de empresas.

Cuadro 12. Criterios de clasificación para Pymes

		Empresas	
		Pequeñas	Medianas
		De 10 a 49 trabajadores	De 50 a 199 trabajadores
C.A.N.	Julio 2007	Número de trabajadores	
		Valor bruto de las ventas anuales (US\$)	Entre US\$ 1.000.001 y US\$ 5.000.000
		Entre US\$ 100.001 y US\$ 1.000.000	
Reglamento al Código de Producción	Mayo 2011	Ingresos brutos anuales	Entre US\$ 1.000.001 y US\$ 5.000.000
		Entre US\$ 100.001 y US\$ 1.000.000	
M.I.P	s/f	Activos totales	Entre US\$ 750.001 y US\$ 4.000.000
		Entre US\$ 100.001 y US\$ 750.000	

Fuente: CAN, Reglamento al Código de la Producción, Ministerio de Industrias y Competitividad

Elaboración: Propia

Según datos del Censo Nacional Económico de 2010 en el Ecuador existen 21.864 Pymes ubicadas mayoritariamente en las provincias de Guayas, Pichincha y Azuay. Las actividades que predominan en estas empresas son las relacionadas a los sectores de servicios, comercio y manufactura, generan 39,5% de las ventas totales y mantienen el 24% del personal ocupado.

²⁵ “Las Pymes comprenden a todas las empresas formales legalmente constituidas y/o registradas ante las autoridades competentes, que lleven registros contables y que aporten a la seguridad social, comprendidas dentro de los umbrales establecidos por el Estatuto Andino de la Pyme. No se incluyen a las unidades productivas informales (UPI)”.

²⁶ “Reglamento a la estructura e institucionalidad de desarrollo productivo, de la inversión y de los mecanismos e instrumentos de fomento productivo, establecidos en el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones”. Registro Oficial No. 450 del 17 de mayo 2011

Cuadro 13. Número de establecimientos por Sector

Sector	Servicios	Comercio	Manufactura	Otros	Total	
Pequeña	12,267	4,251	1,944	222	18,684	85.5%
Mediana	2,194	461	429	96	3,180	14.5%
Total	14,461	4,712	2,373	318	21,864	100%

Fuente: Censo Nacional Económico 2010

Elaboración: Propia

Las Pymes cumplen un rol importante en la economía del país, tanto por su aporte a la producción, por los encadenamientos productivos que genera, por la generación de empleo y distribución equitativa del ingreso. Sin embargo, enfrentan varios obstáculos para mantenerse en el mercado y alcanzar niveles de rentabilidad que les permitan un crecimiento sostenido, siendo el acceso al financiamiento uno de los más críticos.

En *Eliminando barreras: El financiamiento a las Pymes en América Latina* se sostiene que los problemas en el funcionamiento de los mercados de crédito constituyen un obstáculo para el crecimiento económico de los países y afectan en particular a las pequeñas y medianas empresas, no solo a las que se encuentran en actividad sino también a las que están por crearse (Ferraro y Goldstein, 2011: 12).

Las causas de los problemas de financiamiento para este tipo de empresas se presentan por problemas de asimetría de información relacionadas a:

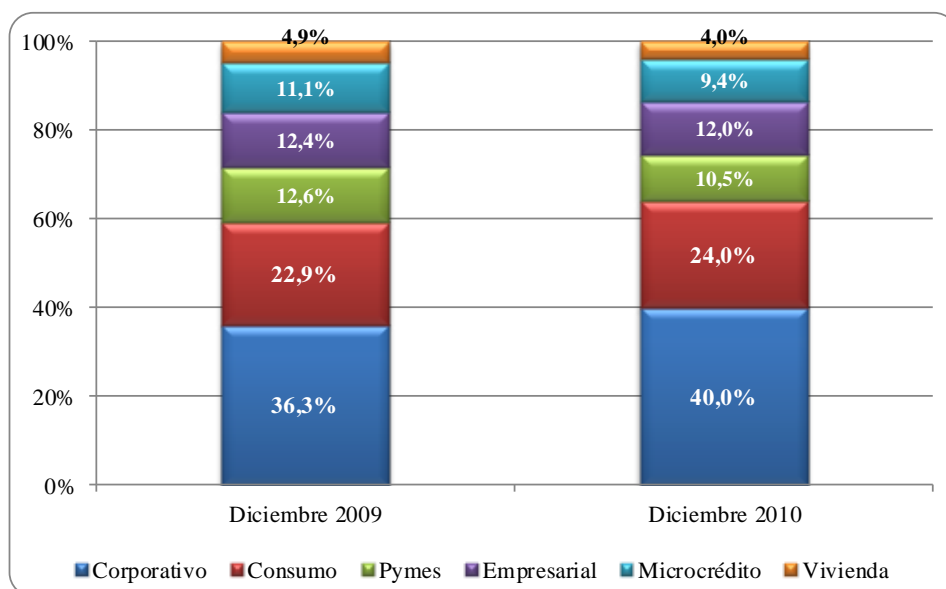
“La falta de información sobre los proyectos de las empresas, sus ventas, potencialidad de crecimiento, falencias técnicas asociadas a la presentación de las solicitudes de préstamo ante los bancos, esto incluye la estructuración del proyecto, el diseño de una estrategia y la capacidad de reunir la documentación pertinente. Adicionalmente, tienen dificultades que se centran en la falta de garantías suficientes lo cual constituye uno de los impedimentos más relevantes” (Ferraro y Goldstein, 2011: 12).

En Ecuador el total de la asignación de crédito por parte del sistema financiero a diciembre de 2010 ascendió a US\$ 1.693.8 millones con un incremento anual del 40%. Los sectores Corporativo y Consumo concentraron más del 50% del crédito otorgado, mientras que el sector Pymes, a pesar del crecimiento del volumen de financiamiento

entre 2009 y 2010²⁷, mantuvo una participación de 12,6% y 10,5%, respectivamente. (Gráfico 5).

Gráfico 5. Volúmenes de crédito otorgado por el sistema financiero (en millones de US\$)

Sector	Dic 2009	Dic 2010
Corporativo	438,53	677,32
Consumo	276,63	407,28
Pymes	151,82	177,96
Empresarial	149,71	203,89
Microcrédito	134,03	159,09
Vivienda	58,90	68,26
Total	1.209,62	1.693,80



Fuente: BCE

Elaboración: Propia

El incremento de US\$ 26.14 millones en el segmento productivo Pymes representa una variación anual del 17%. El monto promedio por operación se sitúa en US\$ 14.754 con un plazo promedio de 20 meses, el destino del crédito se concentra principalmente en capital de trabajo (US\$ 126.82 millones) e inversión en activos fijos tangibles (US\$ 43.71 millones). En el Cuadro 14 se observa que las actividades económicas que reciben

²⁷ Dadas las considerables modificaciones ocurridas en la definición de los distintos segmentos de crédito, el BCE recomienda realizar análisis comparativos solamente a partir de julio del 2.009.

mayores recursos vía crédito del sistema financiero son Comercio, Manufactura y Construcción.

Cuadro 14. Distribución del crédito por actividad económica (en millones de US\$)

Segmento Productivo Pymes				
Actividad Económica	Dic 2009	%	Dic 2010	%
Comercio	72.18	47.5%	84.40	47.5%
Manufactura	19.17	12.6%	21.49	12.1%
Construcción	13.57	8.9%	16.29	9.2%
Transp, alm, y com.	11.08	7.3%	13.15	7.4%
Bienes raíces	10.36	6.8%	12.18	6.9%
Agricultura, silv	10.28	6.8%	10.95	6.2%
Otros serv soc.	2.29	1.5%	8.60	4.8%
Hotelería	2.84	1.9%	3.05	1.7%
Servicios sociales y salud	2.46	1.6%	2.04	1.1%
Enseñanza	1.19	0.8%	1.66	0.9%
Minas y Canteras	0.94	0.6%	1.30	0.7%
Pesca	3.55	2.3%	1.10	0.6%
Int. Financiera	1.17	0.8%	0.97	0.5%
Electricidad y agua	0.11	0.1%	0.23	0.1%
Adm. Pub y seg social	0.60	0.4%	0.10	0.1%
Hogares con serv dom	0.01	0.0%	0.00	0.0%
Total	151.80	100.0%	177.51	100.0%

Elaborado por: BCE

Las opciones de crédito para las Pymes se caracterizan por altos costos de financiamiento, plazos cortos y garantías elevadas, así como un exceso de burocracia por parte de los intermediarios financieros, que eleva los costos de los servicios, lo que origina en la mayoría de las operaciones que las Pymes se vean forzadas a establecer tasas de retorno elevadas que permitan rentabilizar el proyecto, lo cual a la larga incrementa la percepción de riesgo o por el contrario que decidan abandonar el emprendimiento afectando negativamente el crecimiento económico y los niveles de empleo del país.

En el caso del costo del crédito dentro del segmento productivo las tasas más altas corresponden al sector Pymes:

Cuadro 15. Tasas Activa Efectiva Referencial²⁸ por segmento

	Segmento Productivo			Segmento Consumo	Segmento Microcrédito			Segmento Vivienda
	Corporativo	Empresarial	Pymes		Minorista	Simple	Ampliada	
Dic. 09	9.19%	9.90%	11.28%	17.94%	30.54%	27.78%	23.29%	11.15%
Dic. 10	8.68%	9.54%	11.30%	15.94%	29.04%	25.37%	23.11%	10.38%

Fuente: BCE

Elaboración: Propia

El sector financiero justifica el racionamiento del crédito aduciendo que los costos por provisión de pérdidas asociados con la percepción de mayor riesgo de los préstamos a las Pymes son sustancialmente más altos si se los compara con las exigencias legales para provisión de incobrables de grandes empresas, ello se deriva de las mayores tasas de morosidad del sector así como de la dificultad en la recuperación de garantías. Como factores secundarios que contribuyen a este racionamiento se mencionan los altos costos transaccionales que generan las operaciones de crédito pequeñas.

Inversionistas (Oferta)

Los inversionistas son toda persona que dispone de recursos para ser invertidos en el mercado de capitales. A diferencia de los inversionistas institucionales los particulares (personas naturales o jurídicas) no cuentan con la experiencia y conocimiento suficiente del funcionamiento del mercado.

Los inversionistas en el mercado de valores ecuatoriano constituyen un grupo latente sin organización ni representación colectiva que vele por el cumplimiento de su derecho a recibir, por parte de las casas de valores, asesoría e información oportuna y de calidad, a la confidencialidad y reserva de su información, al trato justo y en igualdad de condiciones frente a otros inversionistas.

La LMV establece figuras como representantes de obligacionistas (emisión de obligaciones) y comité de vigilancia (procesos de titularizaciones y fondos colectivos) quienes tienen como principal responsabilidad proteger los intereses de sus representados (inversionistas). La normativa vigente los obliga a presentar, tanto al organismo de control como a los inversionistas, informes periódicos de gestión en los

²⁸ “Calculadas como el promedio ponderado de la totalidad de las tasas de interés efectivas pactadas en las operaciones de crédito concedidas por las instituciones del sistema financiero privado durante las cuatro semanas completas del período de cálculo” (BCE, 2012).

cuales se evidencie el cumplimiento a las cláusulas establecidas en los contratos de emisión. Sin embargo, es habitual que dichos informes suelen estar desactualizados o no disponibles; incluso la entrega de esta información en ocasiones está atada a un proceso burocrático de verificación de la calidad de inversionista.

Grupos de presión

En el mercado de valores ecuatoriano existe presencia de gremios o asociaciones que constituyen grupos de interés y en algunos casos de presión, que han mantenido una participación activa especialmente el momento de reformas o aprobaciones de leyes o normativas que afecten al mercado y por ende a sus negocios. Aunque se constituyen como asociaciones distintas, existen fuertes vínculos entre ellas, si se considera los grupos económicos a los que representan.

A partir de mayo de 2008 el Tribunal Constitucional declaró inconstitucionales²⁹ aquellas normas que establecían la obligatoriedad de afiliación a diferentes gremios profesionales y empresariales; este hecho se dio por iniciativa del Poder Ejecutivo en cumplimiento a los principios de libertad de empresa y asociación establecidos en la Constitución.

Asociación de Casas de Valores del Ecuador (ASOCAVAL)

Este gremio se creó en el año 2000 y se define como “una asociación de casas de valores comprometidas con la promoción del mercado de valores en el Ecuador así como con el apoyo y defensa de sus agremiados, sin dejar de lado a las bolsas de valores, administradoras de fondos e inversionistas institucionales” (Asocaval, 2012). De las 38 casas de valores existentes a nivel nacional, 24 forman parte de la ASOCAVAL.

Asociación de Administradoras de Fondos y Fideicomisos

Esta asociación fue creada en diciembre de 1995 y entre sus objetivos se cuentan procurar y auspiciar la vigencia de un sistema legal que garantice la estabilidad y desarrollo de sus asociadas, fomentar las relaciones de la asociación con asociaciones similares del exterior, velar por los intereses de sus asociadas haciendo las gestiones

²⁹ *Registro Oficial del Ecuador* [2008, 336,9]

necesarias frente las autoridades correspondientes, y dar servicios de asesoría, consulta y asistencia técnica a sus asociados. Hasta marzo de 2012 contaba con 14 asociados.

Asociación de Bancos (ABPE)

Esta organización fue constituida en 1965 y se define como una entidad gremial sin ánimo de lucro que “representa y defiende los intereses de sus asociados ante las autoridades del país, y presta una amplia gama de servicios a sus bancos miembros. Su misión está encaminada fundamentalmente al desarrollo y buen funcionamiento del Sistema Bancario y de la economía nacional” (ABPE, 2012). Hasta marzo de 2012 el sistema financiero nacional contaba con 26 bancos privados de los cuales 11 estaban asociados a la ABPE.

La banca privada se ha constituido a lo largo de los años en uno de los principales grupos de presión y clara representante de grupos económicos. Su poder le ha permitido tener injerencia en las políticas públicas. Los aportes financieros de sus integrantes a las campañas electorales le han asegurado el control de espacios clave en la economía nacional como el Ministerio de Economía y Finanzas, la Junta Bancaria, el Banco Central del Ecuador, la Superintendencia de Bancos y Seguros, entre otros, convirtiéndolos en garantes del status-quo.

“El poder no existe como una realidad en sí misma, existe en tanto lo ejercen determinadas clases sociales sobre otras, en el marco de la estructura social. Para su ejercicio el poder cuenta con una serie de instrumentos que concurren en el mismo objetivo: el mantener el status-quo” (Navarro, 2006:15).

A partir del gobierno de Rafael Correa (2007), se redujo la capacidad directa del sistema bancario de influir sobre las instancias gubernamentales. Sin embargo, los espacios de poder controlados por los bancos en el mercado de valores se encuentran intocados. La propuesta de la nueva Ley de Mercado de Valores que permitiría fortalecer la regulación y control, crear mercados alternativos bursátiles e impulsar mecanismos multilaterales adecuadamente regulados, unificar las bolsas y convertirlas en sociedades anónimas, crear figuras de protección a inversionistas, entre otros, no ha podido presentarse a la Asamblea Nacional, a pesar de que en su momento fue considerada por el Ejecutivo como un proyecto económico urgente.

Costos de Transacción

“Las empresas y el sistema en su conjunto tienden a organizarse de forma que se minimicen los costes generados por el intercambio económico” (Williamson, 1985 citado en Prats, 2007:134). En el caso de los mercados financieros los intercambios económicos se formalizan mediante la suscripción de contratos entre el principal y el agente; sin embargo, debido a que cada una de las partes dispone de distinta información se presentan problemas de asimetrías que derivan en ineficiencias en el intercambio.

En el mercado de valores el inversionista y el emisor no se relacionan en forma directa, pues ambos son los “principales” de “agentes” que ejercen las funciones de intermediarios autorizados, por lo cual usualmente no existe un contacto directo entre acreedor y deudor.

Uno de los problemas de esta estructura de mercado es que las asimetrías e imperfecciones de la información pueden contribuir a generar selección adversa, puesto que las decisiones de inversión se basan principalmente en la información que el agente provea al mercado por medio de los prospectos de oferta pública. Dado que el agente es quien dispone de mayor información privada del entorno en que se desenvuelve su negocio, éste cuenta con una ventaja importante sobre el acreedor y podría valerse de ella para extraer beneficio a sus expensas (Bebczuk, 2010:17).

El acreedor en función de los niveles de incertidumbre estimará la probabilidad de repago y sus niveles de aversión al riesgo se verán reflejados en la tasa de interés que exija al deudor para financiar su proyecto.

La calificación de riesgos y los informes de auditorías externas son mecanismos que contribuyen a la mitigación parcial de los problemas de selección adversa, pues permiten al inversionista contar con una opinión especializada de un tercero independiente sobre la solvencia, probabilidad de pago y capacidad de cumplimiento adecuado de los compromisos establecidos en los contratos; así como con una opinión de razonabilidad de los estados financieros. Sin embargo, las opiniones dadas por estas entidades no constituyen en ningún momento sugerencia de inversión y la responsabilidad de asumir el riesgo de la inversión recae únicamente sobre el inversionista.

Esta ausencia de corresponsabilidad puede agravar el problema de selección adversa especialmente cuando entidades como las calificadoras de riesgo no realizan peritajes de los emisores con la escrupulosidad necesaria y producto de ello emiten calificaciones engañosas que incitan a los inversionistas a asumir riesgos fuera de sus niveles de tolerancia. Ello resulta sumamente crítico, más aún en un mercado como el ecuatoriano caracterizado por la escasa cultura financiera que hace que la mayoría de inversionistas base su decisión de inversión en la calificación de riesgos. Un caso que permite ejemplificar el grado de distorsión de ciertas calificaciones de riesgo fue el de la Mutualista Benalcázar, entidad que mantuvo la calificación de AA-³⁰ hasta diciembre de 2007, otorgada por la Calificadora de Riesgos Ecuability S.A y en mayo de 2008 la Junta Bancaria decidió cerrarla por insuficiencia patrimonial.

Luego de la entrega del financiamiento surge el problema del riesgo moral, para mitigarlo la LMV ha creado figuras como los representantes de los obligacionistas y el comité de vigilancia como mecanismos de mitigación del riesgo moral. Estos tienen la responsabilidad de dar seguimiento al cumplimiento estricto de todas las obligaciones contraídas en el contrato de emisión; por ejemplo, “verificar periódicamente el uso de los fondos declarados por el emisor [...], velar por el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas [...]” (Ley de Mercado de Valores, 1998:167), entre otros. Sin embargo, como se mencionó dicha información suele estar desactualizada o no disponible.

La disponibilidad de información actualizada y veraz durante la vigencia de la inversión es vital para el inversor, puesto que es posible que el riesgo inicial haya sufrido deterioros sea por cambios en la situación financiera del emisor, cambios en la propiedad y dirección, uso de los recursos en fines distintos a los declarados en el objeto de la emisión, entre otros. Estos eventos deben ser puestos en conocimiento de los inversionistas y del mercado oportunamente, pues su ignorancia podría conducir a decisiones inapropiadas para el interés del inversor.

Los costos de negociación incluyen los que deben ser asumidos por el emisor tanto en el proceso inicial de emisión como aquellos costos que serán permanentes

³⁰ Si la institución recibe una calificación dentro de la escala de AA, se la considera “muy sólida financieramente, tiene buenos antecedentes de desempeño y no parece tener aspectos débiles que se destaquen. Su perfil general de riesgo, aunque bajo, no es tan favorable como el de las instituciones que se encuentren en la categoría más alta de calificación” (Superintendencia de Bancos y Seguros, 2012).

durante la vigencia de la misma y que dependerán del tipo de papel a emitirse. Las contrapartes que brindan los diferentes servicios son: casas de valores para la estructuración financiera y colocación de valores; estudios jurídicos para las estructuraciones legales y representación de obligacionistas; administradoras de fondos y fideicomisos para los procesos de estructuración financiera, agente de manejo y agente pagador; bolsas de valores y organismos de control. Como contraparte participan también las calificadoras de riesgos, auditoras externas, custodios y prensa. El Cuadro 16 detalla los costos generados por las contrapartes durante el proceso de emisión, colocación y mantenimiento de la emisión en el mercado.

Cuadro 16. Costos de negociación

	Emisión/Anotación de:				
	Papel Comercial	Obligaciones	Titularizaciones	Acciones	REVNI
Costos Iniciales del Proceso de Emisión					
Estructuración del proceso de emisión	X	X	X	X	
Colocación de valores	X	X	X	X	
Comisión bolsa de valores	X	X	X	X	X
Calificación de riesgo	X	X	X		
Representante de obligacionistas	X	X			
Emisión de prospectos	X	X	X	X	
Publicaciones	X	X	X	X	X
Inscripción en Registro de Mercado de Valores	X	X	X	X	
Inscripción en bolsa de valores	X	X	X	X	
Agente pagador	X	X			
Gastos notariales		X	X		
Estructuración legal			X		
Agente de Manejo			X		
Comisión de Operador					X
Custodio (emisiones desmaterializadas)	X	X	X		
Costos periódicos					
Mantenimiento de calificación	X	X	X		
Mantenimiento en RMV/SIC	X	X	X	X	
Mantenimiento inscripción en bolsa	X	X	X	X	
Auditoría externa	X		X		
Publicaciones en prensa	X	X	X		
Administración del Fideicomiso			X		
Agente pagador			X		
Contribuciones Superintendencia de Compañías	X	X	X	X	

Fuente: LMV, BVQ, BVG

Elaboración: Propia

Estos costos son fácilmente identificables y medibles. Gran parte de ellos están atados al monto total de la emisión. Sin embargo, en un proceso de emisión previo a la colocación en bolsa existen otros costos que no son fáciles de medir por cuanto dependen de la estructura institucional del mercado y de sus niveles de eficiencia, por ejemplo el costo que generan los tiempos de aprobación de los prospectos de oferta pública por parte de la Superintendencia de Compañías, el tiempo que le toma a una casa de valores estructurar el proceso de emisión el mismo que dependerá de la calidad y oportunidad de la información provista por el cliente así como del conocimiento y experiencia de sus analistas, o los tiempos que toman los trámites en las notarías para elevar a escritura pública los contratos de emisión, cuando aplica, entre otros.

Identificación de las “conductas sociales” de la institución mercado de valores.

La Ley de Mercado de Valores vigente formó parte de la implementación del modelo neoliberal en la década de los noventa. Su proyecto inicial buscaba que el mercado de valores mantuviera independencia del sector bancario. Sin embargo, dado que un cambio institucional de esta magnitud habría afectado sustancialmente los intereses de los bancos, existen fuertes indicios de que éstos se aseguraron de que dicha intención no se concrete, y lograron que la nueva ley genere los incentivos para intervenir en todas las instancias del mercado de valores. Dichos incentivos se reforzaron con la expedición de la Ley General de Instituciones Financieras en 1994, que consolidó la formación de grupos financieros y permitió su participación en mercados de seguros, servicios financieros y auxiliares, y en todas las entidades previstas en la LMV.

De ahí que los bancos tienen injerencia directa -sea por propiedad o administración- sobre casas de valores³¹, bolsas de valores³², administradoras de fondos

³¹ “Los grupos financieros, las instituciones del sistema financiero privado, podrán establecer casas de valores, si constituyen una filial distinta de la entidad que funge como cabeza de grupo en la que el porcentaje de su propiedad sea el autorizado por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero” (Ley de Mercado de Valores, 1998:56)

³² “Serán miembros de una bolsa de valores las casas de valores autorizadas por la Superintendencia de Compañías que hayan sido admitidas como tales [...]. El máximo órgano de gobierno de las bolsas de valores es la asamblea general integrada por todos sus miembros, quienes elegirán un Directorio” (Ley de Mercado de Valores, 1998:46-47) Al estar autorizados los bancos a ser propietarios de casas de valores, automáticamente tienen participación en las bolsas de valores e injerencia en ellas por medio de la asamblea general, sin excluir que pueden ser parte del directorio de éstas.

y fideicomisos³³, inversionistas institucionales³⁴, depósitos centralizados de valores³⁵, custodios de valores³⁶ y adicionalmente intervienen activamente en el mercado como emisores de valores.

Esta *apropiación* del mercado de valores ecuatoriano refleja claramente lo señalado por North: “las instituciones no son creadas por fuerza ni tampoco para ser eficientes socialmente; más bien estas instituciones, o cuando menos las reglas formales, son hechas para servir los intereses de quienes tienen el poder de negociación para idear nuevas normas” (North, 1993:29).

El Gráfico 6 ilustra la alta *concentración* y *dependencia* del mercado de valores en el sector público y en el sector financiero, específicamente en su subsistema bancario, los cuales en conjunto participan con más del 80% de los volúmenes negociados, con una participación marginal del sector mercantil de la cual, como se demostró en el Cuadro 5, se benefician casi exclusivamente las grandes empresas.

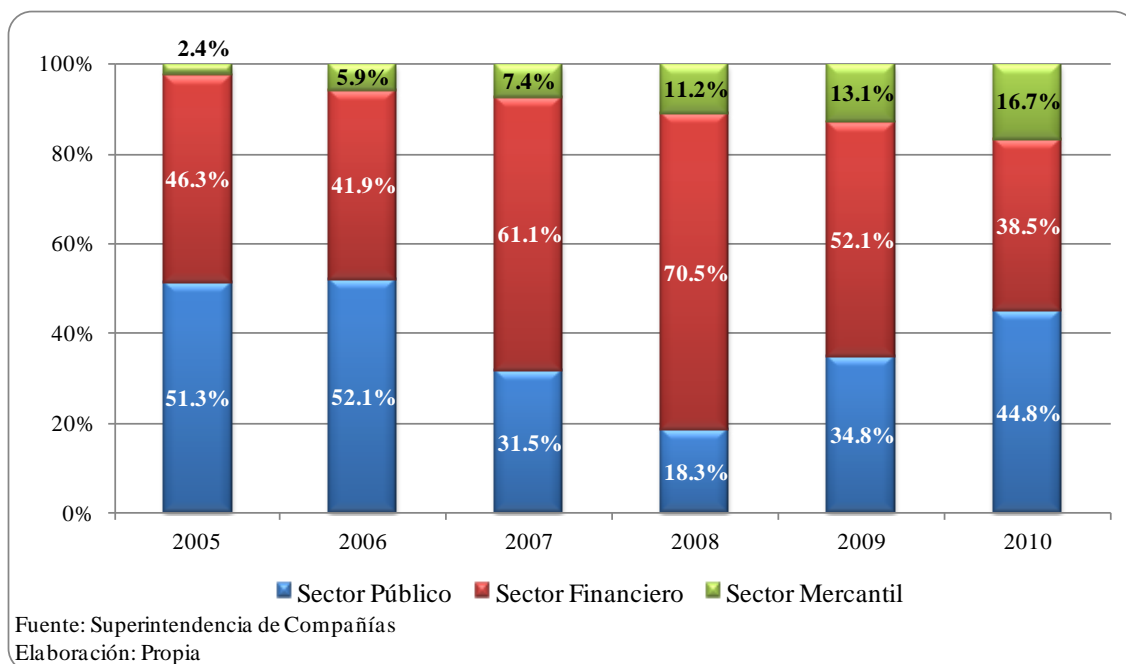
³³ “[...] Formarán parte de un grupo financiero únicamente las instituciones financieras privadas, incluyendo las subsidiarias o afiliadas del exterior, las de servicios financieros, de servicios auxiliares del sistema financiero que regula esta ley, así como las casas de valores y las compañías administradoras de fondos” (Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, 1994:1).

³⁴ “Para efectos de esta Ley se entenderá como inversionistas institucionales, a las instituciones del sistema financiero públicas y privadas [...] a las compañías de seguros y reaseguros [...] a las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos [...]” (Ley de Mercado de Valores, 1998:74).

³⁵ “El capital pagado que estará dividido en acciones nominativas podrá pertenecer a las bolsas de valores, las casas de valores, las instituciones del sistema financiero, las entidades del sector público legalmente autorizadas para ello, los emisores inscritos en el Registro de Mercado de Valores y otras personas autorizadas por el CNV” (Ley de Mercado de Valores, 1998:60).

³⁶ “Recibir y conservar objetos muebles, valores y documentos en depósito para su custodia, y arrendar casilleros o cajas de seguridad para depósitos de valores” (Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, 1994:51).

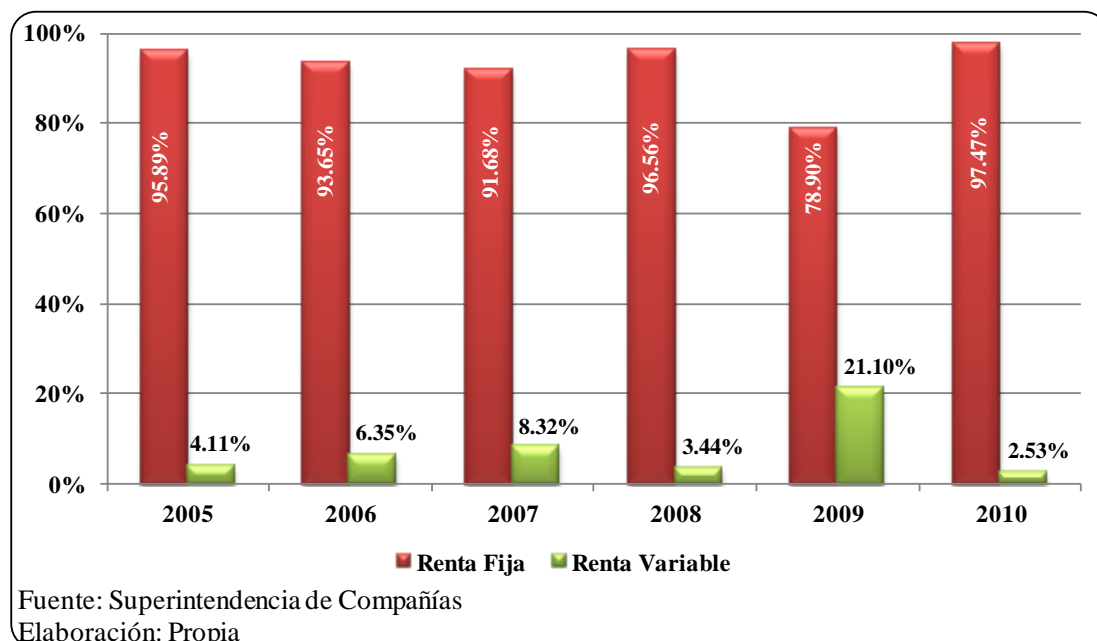
Gráfico 6. Participación por sector en montos nacionales negociados en renta fija



En cuanto al tipo de renta, más del 90% se concentra en emisiones de renta fija, excepto para el año 2009 en el cual el mercado accionario alcanzó una participación del 21,10%. Es importante señalar que dentro del segmento de renta fija en promedio el 50% corresponde a títulos de emisión genérica del sistema bancario. (Ver anexo No. 4).

La preferencia del mercado bursátil por opciones de inversión en renta fija refleja el limitado desarrollo del mercado de valores ecuatoriano. Los principales factores que explican este comportamiento son la casi nula oferta de opciones de renta variable debido a que las empresas ecuatorianas mantienen una marcada preferencia por la estructura familiar de propiedad por lo cual son poco proclives a abrir el capital a nuevos accionistas, ello sumado a la escasa cultura financiera de los potenciales inversionistas y a la debilitada confianza de los inversionistas en el mercado financiero y en las entidades de regulación que se ha perpetuado en la memoria colectiva a partir de la crisis bancaria de la década de los noventa, lo cual ha influido en la construcción de un perfil de inversionista conservador y enfocado al corto plazo. (En el Anexo No. 5 se puede observar el detalle de negociaciones por bolsa y por tipo de renta)

Gráfico 7. Participación en montos nacionales negociados por tipo de renta



La *fragmentación* del mercado en dos bolsas de valores tiene una incidencia directa en los niveles de *profundidad* y *amplitud*, características indispensables para la creación de mercados líquidos. Los niveles de liquidez están dados básicamente por la existencia de mercados secundarios que permiten al inversionista liquidar sus posiciones sin necesidad de esperar su vencimiento.

No cabe duda que para un inversionista institucional el que un título sea líquido es uno de los atributos más valorados, puesto que por medio de operaciones de tesorería le permitiría maximizar la rentabilidad de sus portafolios manteniendo un manejo eficiente de sus riesgos; sin embargo, dado el *limitado mercado secundario* (Cuadro 17) así como la escasa oferta de opciones de inversión para recolocación con similares riesgos (crédito y tasa) las posiciones de largo plazo que estos inversionistas adquieren para sus portafolios casi siempre son mantenidos a vencimiento, lo cual genera un círculo vicioso que impide dinamizar el mercado secundario.

Cuadro 17. Montos negociados nacionales por tipo de mercado (en millones de US\$)

Mercado	2005		2006		2007		2008		2009		2010	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Primario	2,400	68.6%	3,644	74.9%	2,685	76.5%	4,429	85.7%	4,529	70.5%	4,468	87.7%
Secundario	1,097	31.4%	1,219	25.1%	825	23.5%	736	14.3%	1,898	29.5%	626	12.3%
Total	3,497		4,862		3,510		5,165		6,427		5,093	

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Propia

Los mercados de valores tienen entre sus principales objetivos poner en contacto a los oferentes y demandantes de recursos, determinar los precios justos de los instrumentos financieros que se negocian y reducir los costes de intermediación, ello coloca a este mercado como competencia natural del sistema bancario para asignación de financiamiento.

Las cifras presentadas en el Cuadro 18 evidencian el nivel de eficiencia del mercado en lo referente a la asignación de recursos, comparado con los niveles de crédito otorgado por la banca. No obstante, esta conducta se explica cuando entran en conflicto los intereses en juego de los grupos económicos que participan en ambos mercados cuando deben decidir entre democratizar el acceso al capital, vía desintermediación financiera, o privilegiar su rentabilidad por medio del crédito bancario.

Cuadro 18. Autorizaciones oferta pública vs. Crédito Banca (en millones de US\$)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Autorizaciones de Oferta Pública	468	872	288	920	1,158	1,581
Crédito Banca	6,685	7,803	8,629	10,745	9,767	11,972
Oferta Pública / Crédito Banca	7.0%	11.2%	3.3%	8.6%	11.9%	13.2%

Fuente y Elaboración: Superintendencia de Compañías

La existencia de sistemas transaccionales distintos en cada bolsa agudiza los problemas de *transparencia de información* referentes a formación de precios, puesto que un mismo título valor puede tener un nivel de liquidez y precio distinto dependiendo en qué bolsa se negocie.

La teoría de los mercados eficientes define a un “mercado de capitales eficiente como un mercado donde el precio de los activos siempre refleja plenamente la información disponible” (Shleifer, 2000:1). Dada la fragmentación del mercado, el escaso mercado secundario y el alto volumen de negociaciones que se cierran en el mercado extrabursátil y del cual no existe información de precios, el mercado de valores ecuatoriano está lejos de ser un mercado eficiente que provea precios adecuados a los activos financieros que en él se negocian.

El Consejo Nacional de Valores establece la metodología que las bolsas de valores deben utilizar para la construcción y difusión diaria de precios, ha intentando corregir parcialmente esta ineficiencia del mercado por medio de la expedición del *Manual operativo para valoración a precios de mercado de valores de contenido crediticio y de participación y procedimiento de aplicación*³⁷. Sin embargo, la construcción artificial de precios ha resultado ser poco eficiente puesto que no abarca todo el universo de títulos sino únicamente los que tiene un plazo a vencer mayor o igual a 365 días, lo cual deja por fuera a los títulos de corto plazo que son los que mayoritariamente se negocian en nuestro mercado y, adicionalmente, en ocasiones los precios que se publican son inadecuados.

La participación de las bolsas y casas de valores ha tomado una conducta inercial, puesto que no estimulan la participación de nuevos actores mediante la innovación de productos financieros creativos que se adapten a las necesidades tanto de inversionistas como de demandantes.

Un caso representativo de la escasa innovación de productos financieros es el intento de adaptación del Registro de Valores no Inscritos (REVNI) a la iniciativa *Mipyme Bursátil*. Según las bolsas este mecanismo de negociación busca facilitar la participación de actores que históricamente se han mantenido alejados del mercado bursátil, para lo cual se reducen los requerimientos de información que por su costo pueden representar un impedimento de participación. Sin embargo, se mantiene los requerimientos de información legal y económica auditada, actualizada y detallada que permita a los inversionistas conocer el riesgo de inversión.

Las cifras del Cuadro 19 muestran la poca efectividad de dicha iniciativa. Los volúmenes transados por medio de este mecanismo son insignificantes inclusive en

³⁷ Resolución No. CNV-003-2005

2010, en el cual aparentemente existe un crecimiento mayor a los años anteriores: dicha variación se diluye si se excluye los US\$ 20.5 millones correspondientes a una operación extraordinaria realizada por una entidad del sector público con papeles emitidos por el Ministerio de Finanzas. (El detalle de las operaciones Revni se puede observar en el Anexo No. 6)

Cuadro 19. Participación REVNI en montos nacionales negociados (en millones de US\$)

Mercado	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Monto Nacional Negociado	3,497	4,862	3,510	5,165	6,427	5,093
Total Negociado REVNI	1.6	0.1	0.0	20.6	21.8	50.8
% Revni	0.04%	0.00%	0.00%	0.40%	0.34%	1.00%

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Propia

Este capítulo inició con un vistazo a los acontecimientos históricos, incluida la pugna regional entre las élites económicas de Quito y Guayaquil, definida como el principal fenómeno político de la historia ecuatoriana, que han marcado la evolución de la institucionalidad del mercado de valores. El análisis institucional realizado en este capítulo permite extraer las siguientes conclusiones, las cuales serán ampliadas en el Capítulo V:

Las instituciones formales (leyes y normas) han promovido la fragmentación del mercado y han favorecido la construcción de un mercado excluyente.

La supervisión del mercado es débil en lo técnico, tecnológico y normativo.

Los requisitos que establece la norma para alcanzar la autorización de la oferta pública suelen convertirse en barreras de entradas para las Pymes.

Desde su origen la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil han devenido en instrumentos de acumulación regional con fuerte dependencia de las rentas provistas por el Estado.

La Ley de Mercado de Valores y la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero han facilitado y promovido la injerencia de la banca privada en este mercado al punto que, este sector domina el mercado de valores bajo condiciones en donde no prevalece la competencia ni la neutralidad en las decisiones de asignación de recursos.

La institución mercado de valores ha generado conductas sociales que lo definen como un mercado elitista, excluyente, ilíquido, poco eficiente, concentrado y dependiente del sector público y financiero.

Los problemas de asimetrías de información de las Pymes, sumadas a la estructura tradicional de propiedad y la poca disposición de transparentar la información, contribuyen a agudizar el problema del acceso al financiamiento.

Su poca capacidad y decisión para movilizar el ahorro a las actividades productivas ha generado una deficiente asignación de recursos que ha afectado principalmente a las Pymes.

CAPITULO V CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Esta sección permite sistematizar los resultados de los capítulos precedentes y responder las preguntas planteadas para la investigación.

Dado el enfoque institucional se accedió a fuentes bibliográficas que permitieron contextualizar el objeto de estudio dentro de un marco histórico-político. El análisis cuantitativo se basó en información estadística relacionada con la actividad bursátil tomada de fuentes oficiales.

Durante el desarrollo de la investigación fue necesario modificar el período de estudio y acotarlo al lapso 2005-2010, debido a la casi inexistente información del mercado bursátil en los primeros años del siglo XXI. Esta decisión fue tomada con la finalidad de garantizar la confiabilidad de la información estadística. Cabe indicar que esta investigación constituye un primer estudio exploratorio de una institución social que podría ser muy importante en un modelo incluyente de desarrollo.

Conclusiones

La LMV a pesar de que en su objeto declara “la promoción de un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua” (Ley de Mercado de Valores, 1998:1) ha promovido la fragmentación del mercado de valores y ha favorecido la construcción de un mercado excluyente tanto porque privilegia la participación de las grandes empresas en el acceso al financiamiento, cuanto porque ha fomentado la intervención privilegiada de grupos de poder en todas las instancias de este mercado.

Los organismos de control -SIC y CNV- son entidades técnicas llamadas a vigilar y garantizar el cumplimiento de la Ley y de todo contrato o acuerdo entre los actores que intervienen en el mercado de valores. El tema regional se hace visible también en el campo de la regulación, ya que aparte de existir dos intendencias del mercado de valores (en Quito y Guayaquil), la integración del Consejo Nacional de Valores debe atender a un equilibrio regional que prioriza los intereses regionales sobre los criterios técnicos y de competencia de mercado.

El objetivo de la supervisión es brindar seguridad y confianza en el funcionamiento del mercado y, como lo menciona Stiglitz, “la supervisión es un bien

público - algo de lo que todos los miembros de la sociedad se beneficiarían – y se debería proporcionar públicamente” (Stiglitz: 2010:19). En el caso ecuatoriano existe una supervisión débil en lo técnico, tecnológico y normativo; la captura regulatoria se presenta frecuentemente en la formulación de leyes y reglamentos así como en los procesos de inspección y auditorías a los regulados.

Los requisitos que establece la norma para que la oferta pública sea autorizada por la Superintendencia de Compañías, previa a su salida al mercado, suelen convertirse en barreras de entrada al mercado de valores para las Pymes, puesto que este tipo de empresas habitualmente no dispone de una estructura organizacional que garantice una adecuada gestión administrativa, contable y financiera que les permita cumplirlos satisfactoriamente y alcanzar la calidad de emisores. Una política de desarrollo inclusivo del mercado de valores trasciende la normativa bursátil y debe considerar los aspectos relacionados a las condiciones sociales, jurídicas y administrativas de participantes potenciales que hasta la fecha han resultado excluidos o cuya participación ha sido marginal.

La conformación de la institucionalidad ecuatoriana se ha visto permanentemente influida por el conflicto regional entre las élites económicas de Quito y Guayaquil que desde el origen de la República se han mantenido en una constante pugna por la asignación de recursos económicos, por el control territorial y social impidiendo la conformación y articulación de un proyecto nacional. El mercado de valores no es la excepción, en él se han conformado grupos de presión que se oponen al cambio institucional y lo bloquean permanentemente con la finalidad de proteger sus intereses particulares. “Las clases dominantes disponen de combinaciones de recursos que no solo incluyen la riqueza sino también los vínculos para influir en otros (capital social), y el conocimiento y el estilo para ocupar posiciones de alto nivel de estatus (capital cultural)” (Bourdieu, 1985).

La existencia de dos bolsas de valores, una en Quito y otra en Guayaquil, refleja cómo los intereses regionales priman sobre los intereses colectivos. Desde su origen las bolsas han funcionado desarticuladamente, no se han comunicado, no han competido, no han generado economías de escala y no han ampliado los mercados de intermediación de capitales en forma sinérgica. Por el contrario, han devenido en instrumentos de acumulación regional, al amparo de la renta provista por el Estado a

base de regulaciones como la Ley de Descentralización del Estado y Participación Social.

La banca privada ha mantenido una fuerte presencia y participación en el mercado de valores. Su injerencia en los diferentes actores ha sido facilitada y propiciada por las principales leyes que regulan el sector financiero (LMV y la LGISF). El sistema bancario no solamente es propietario de casas de valores que, por su vinculación con el sistema financiero, dominan el mercado de valores bajo condiciones en las que no prevalece la competencia ni la neutralidad en las decisiones de asignación de recursos. Al ser miembros de las bolsas de valores (por medio de las casas de valores de su propiedad), las entidades de sistema financiero también mantiene injerencia en la asamblea general de la cual podrían ser parte del directorio, organismo responsable de coadyuvar al desarrollo del mercado. Participan también como inversionista institucional no solamente por su calidad de emisor, sino por medio de los fondos de inversiones manejados por sus administradoras de fondos que se han convertido en mecanismos de fondeo del mismo sistema financiero. En la parte marginal que destinan a la inversión en el sector mercantil, mantienen los mismos niveles de aversión al riesgo de los grupos financieros a los que pertenecen, con lo cual se perpetúa el racionamiento del financiamiento hacia los sectores productivos calificados de riesgosos (Pymes). Además son propietarios de empresas que complementan los servicios financieros como depósitos centralizados de valores, custodios externos, agente de pago en procesos de emisión de titularizaciones y obligaciones.

A pesar de que la actividad bursátil podría verse beneficiada de las economías de escala que genera el sistema financiero por su participación activa en bolsa, en el caso ecuatoriano esta apropiación del mercado de valores ha bloqueado el crecimiento y desarrollo del mismo, lo cual puede explicarse debido al alto conflicto de intereses que se genera cuando un mismo actor (la banca) es propietario de negocios en dos mercados que son competencia natural en la provisión de financiamiento. En este caso, los fines particulares se antepone a la necesidad social de democratizar el acceso al capital.

En cuanto a institución social, el mercado de valores ha desempeñado un rol marginal en el financiamiento del crecimiento económico. Más bien ha servido para mantener el status-quo que ha perpetuado la consolidación de estructuras e instituciones que protegen intereses regionales y sus espacios de poder. Ni los organismos de control,

ni de las bolsas, ni de las casas de valores han buscado acercar el mercado de valores a la sociedad, visibilizándolo como un mecanismo alternativo y más barato de financiamiento e inversión. Estas entidades no han generado ni propiciado mecanismos de difusión y fomento de la cultura financiera bursátil, no se ha estimulado la participación de nuevos actores mediante la creación de productos que se adapten a las necesidades de inversionistas y demandantes de financiamiento.

El mercado de valores ha generado conductas sociales que lo definen como un mercado *elitista* y *excluyente* que privilegia y atiende exclusivamente los intereses de grupos específicos; un mercado *concentrado* y *dependiente* del sector público y del sector financiero, lo cual lo aleja de su objetivo principal que es canalizar el ahorro a las actividades productivas; un mercado *ilíquido* dado su escaso mercado secundario generado tanto por la fragmentación del mercado en dos bolsas de valores como por la insuficiente participación de inversionistas institucionales, un mercado *poco eficiente* tanto en la asignación de recursos como en la incapacidad de construcción de precios.

Este escaso desarrollo del mercado de capitales originado por las conductas sociales mencionadas restringe las posibilidades de financiar proyectos productivos con horizontes de inversión de largo plazo. La poca capacidad y decisión del mercado para movilizar el ahorro a las actividades productivas ha generado una deficiente asignación de recursos que ha afectado principalmente a las Pymes que históricamente han enfrentado la falta de financiamiento.

El sistema bancario suple en forma marginal la deficiencia de financiamiento del mercado de valores. Sin embargo, dadas las características de las operaciones de crédito bancario para Pymes, como altas tasas de interés, plazos cortos, montos pequeños y garantías elevadas, esta alternativa no es la mejor para el financiamiento de estas empresas.

Los problemas de asimetrías de información relacionadas con la falta de información financiera que permita evaluar adecuadamente su nivel de riesgo, así como las garantías insuficientes agudizan los problemas de acceso al financiamiento. Sin embargo, no solamente el mercado genera barreras de acceso a las Pymes sino que éstas dada su estructura tradicional de propiedad y por ende su reticencia a abrir el capital y compartir el control de la empresa o admitir accionistas minoritarios, sumado a la poca

disposición a transparentar la información contribuye a agudizar el problema del financiamiento.

Por último, los costos de transacción que afectan de manera especial a las Pymes, por cuanto los montos mínimos de emisiones requeridos para alcanzar costos competitivos frente a otras fuentes de recursos exceden el tamaño económico de estas empresas. Todo ello contribuye a mantener el desarrollo de este mercado en un nivel bajo y marginal.

Recomendaciones

El mercado de valores ecuatoriano ha iniciado un cambio institucional profundo gracias a la enmienda constitucional que fue aprobada vía consulta popular del año 2011, que prohíbe a las entidades del sistema financiero privado, sus directores y principales accionistas, ser dueños o tener participación accionaria en empresas reguladas por la Ley de Mercado de Valores. El Poder Ejecutivo hizo uso de su capital político para impulsar una modificación a la institucionalidad de esta magnitud que rompe con las estructuras de propiedad arraigadas históricamente.

Este cambio institucional debe venir acompañado de una reforma sustancial a la Ley de Mercado de Valores que propicie un mercado realmente eficaz, transparente, integrado e inclusivo. Estas reformas deben hacer énfasis en el fortalecimiento y empoderamiento de entidades regulatorias especializadas, técnicas y eficientes que velen por la existencia de un mercado desconcentrado, inclusivo y transparente, que protejan los intereses del público inversionista y que fomenten la sana competencia. Para alcanzar este objetivo las entidades de control deberán mantener total autonomía de sus regulados y contar con el suficiente apoyo político del Estado.

Un reto fundamental para la integración del mercado es la unificación de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, lo cual permitirá contar con un mercado más transparente, profundo y eficiente. Esta transformación no se dará como iniciativa de las bolsas, por los intereses regionales y particulares mencionados en este estudio. Una decisión de este tipo debe venir del Estado, acompañado de incentivos para modificar la estructura de propiedad de las bolsas, que permita abrir su capital y cotizar sus acciones en el mercado bursátil, lo cual contribuirá a transparentar su gestión.

El mercado de valores es una institución social a cargo de un bien público – el derecho al acceso al financiamiento- y por tanto su crecimiento no es un fin en sí mismo, sino un medio que debe permitir canalizar de manera eficiente el ahorro hacia la inversión. Es indispensable que el funcionamiento de este mercado se articule con el plan nacional de desarrollo. Para esto es necesario que el Estado, por medio de la formulación de políticas públicas, logre integrarlo al modelo de desarrollo propugnado por el gobierno.

“Los factores institucionales conducentes a un mayor desarrollo de los mercados de capitales son la existencia de inversionistas institucionales que faciliten la creación de mercados líquidos, mercados con mejores posibilidades de control, cobertura y diversificación de riesgos, marcos legales que cautelen los derechos de los acreedores, procedimientos de quiebra expeditos, infraestructura de mercados que reduzca los costos de transacción” (CEPAL, 2010:46). No obstante, aún cuando se cuente con un mercado desarrollado, no podemos pasar por alto que la dificultad de las Pymes para acceder al financiamiento radica en la aversión al riesgo de los inversionistas. Por tanto, no es realista esperar que el mercado incorpore espontáneamente a las Pymes como sujetos de crédito dado sus problemas de asimetrías de información e insuficientes mecanismos de garantía, de ahí que es indispensable la acción pública.

Sería provechoso analizar aquellas iniciativas exitosas de países vecinos e implementarlas adaptándolas a la realidad nacional. Por ejemplo, en Colombia existe el Fondo Nacional de Garantía, que es un mecanismo que permite mitigar el riesgo crediticio generado por la falta de garantías de las Pymes. En el caso ecuatoriano este fondo constituiría un mecanismo de garantía para la emisión de bonos en el mercado de valores. Los criterios de evaluación para medición del riesgo del deudor (emisor) y la definición de requisitos y condiciones de otorgamiento de la garantía deberán ser analizados técnicamente y podrían estar ligados al historial de volumen de ventas al Estado para aquellas empresas que han formado parte del programa de compras públicas, al volumen de activos o ventas de la empresa, al historial crediticio en caso de tenerlo. Así también será necesario definir destinos específicos para el uso de los recursos, por ejemplo capital de trabajo, reprogramación de pasivos e inversiones en activos productivos.

Iniciativas gubernamentales como las que actualmente mantiene el Ministerio de Coordinación de la Producción, Empleo y Competitividad (MCPEC) relacionadas con el apoyo a la creación de negocios con potencial de crecimiento (EmprendEcuador) o los proyectos de apoyo a la creación de valor e innovación en las Mipymes podrían articularse con el mercado de valores. El financiamiento de estos proyectos, previamente calificados por el MCPEC, sería viabilizado por medio del mercado de valores mediante la emisión de títulos de deuda con el aval o auspicio del Estado. De esta manera incluso se podría generar una masa crítica de nuevos emisores.

Los organismos de control, las bolsas y las casas de valores deberían promover programas de difusión del funcionamiento del mercado de valores que aporten a crear conocimiento del mercado bursátil en la sociedad y que permita mostrar al mercado de valores como un mecanismo inclusivo de financiamiento y como una opción rentable y segura. Así también, es necesario que se estructuren nuevos productos que se ajusten a las necesidades de los participantes del mercado, entre los que deberían desempeñar un rol extenso las Pymes.

BIBLIOGRAFIA

- Acosta, Alberto (2006). *Breve historia económica del Ecuador*. Ecuador: Corporación Editora Nacional.
- Arauz, Andrés (2011). *Microestructura del Mercado de Valores Ecuatoriano*. Alemania: Editorial Académica Española.
- Asociación de Bancos Privados del Ecuador (2012). “Origen y Objetivos”. www.asobancos.org.ec, visitado julio 7 de 2012.
- Asociación de Casas de Valores (2012). “Visión”. www.asocaval.com.ec , visitado julio 1 de 2012.
- Axelrod, George (1984). *The Evolution of Cooperation*. Nueva York: Basic Books.
- Barrera, Augusto, Nury Bermúdez, Fernando Bustamante, Carlos de la Torre, Carlos Larrea, Julio Oleas, René Vallejo y Alison Vásconez (2006). *Foro sobre la democracia, el bienestar y el crecimiento económico*. Quito: Terranueva Gestión Social.
- Bebczuk, Ricardo (2000). *Información asimétrica en mercados financieros*. España: Editorial Lavel.
- Best, John (1983). *Como investigar en educación*. New Jersey: Ediciones Morata.
- Bolsa de Valores de Guayaquil (2012). “Historia”. www.mundobvg.com , visitado septiembre 11 de 2012.
- Bolsa de Valores de Quito (2011). “Memoria Anual 2011”. www.bolsadequito.info/inicio/publicaciones/bvq/ , visitado octubre 3 de 2012.
- Bourdieu, Pierre (1985). *Distinction: A social Critique of the Judgment of Taste*. Cambridge: Harvard University Press.
- Cepal (s/f). “Financiamiento para el desarrollo: problemas y tendencias”. <http://www.eclac.org> , visitado octubre 11 de 2012.
- Codificación de las resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores. *Registro Oficial del Ecuador*. Quito: 21 de noviembre de 2006.
- Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones. *Registro Oficial del Ecuador*. Quito: 29 de diciembre de 2010.
- Comunidad Andina de Naciones (2007). “Resolución 1260”. www.comunidadandina.org/Documentos/resoluciones, visitado noviembre 4 de 2012.

- Constitución de la República del Ecuador* (2008). Quito: Ediciones Legales.
- Corral, Carmen (s/f). “Situación del sistema de pensiones en el Ecuador, la perspectiva de la Superintendencia de Bancos y Seguros”. www.flacsoandes.org , visitado en noviembre 21 de 2012.
- Correa, Rafael (2009). *Ecuador: de Banana Republic a la No República*. Colombia: Random House Mondadori
- Dapena, José (2009). “Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía: Literatura y evidencia para Argentina”. Documentos de trabajo, Universidad del Cema.
- Destinobles, Gerard (2002). “Reseña de los mercados con información asimétrica: Tema tratado por los premios nobel de economía 2001.” Aportes Facultad de Economía. <http://redalyc.uaemex.mx/redalyc/pdf/376/37601911.pdf> , visitado en julio 17 de 2011.
- DiMaggio, P y W. Powell. (1983) “The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphisms and Collective Rationality in Organizational Fields”. *American Sociological Review* 48.
- Falconí, Fander y Julio Oleas (2004). *Antología economía ecuatoriana*. Quito: Flacso Sede Ecuador.
- Falconí, Fander, Alberto Acosta, Hugo Jácome, Juan Ponce, Lenín Cadena, Susana López (2006). *Coyuntura económica. Una lectura de los principales Componentes de la economía ecuatoriana durante el año 2005*. Quito: Flacso-ILDIS-FES.
- Ferraro, Carlo (2011). “Eliminando barreras: El financiamiento a las Pymes en América Latina”. Cepal. <http://www.eclac.org> , visitado en octubre 11 de 2012.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2010). “Macroeconomía para el desarrollo: desde el ‘financierismo’ al ‘productivismo’”. <http://www.eclac.org>. Visitado en mayo 05 de 2011.
- Giesze, Craig (1999). “El análisis económico de la información privilegiada en el mercado de capitales y valores: ¿Justicia Ineficiente?”. *Revista Chilena de Derecho* No. 26. Visita 25 junio de 2011 en http://dialnet.unirioja.es/servlet/listaarticulos?tipo_busqueda=VOLUMEN&revisita_busqueda=10893&clave_busqueda=26

- Greenspan, Alan (2010). "La crisis". *Revista de Economía Institucional* No.22. Visita 30 enero de 2012 en <http://www.scielo.org.co>
- Hernández, Gustavo (2006). *Diccionario de Economía*. Colombia: Educc.
- Homan, P.T. (1971). *La escuela Institucional*. Madrid: Tecnos
- Hyme, Pauline (2003). "La teoría de los mercados de capitales eficientes. Un examen crítico". <http://www.google.es/cse?cx=partner-pub-4801201470880551%3A28fer2>, visitado en agosto 18 de 2011.
- Granda, María (2012). "Factores determinantes de acceso y racionamiento del crédito en las MIPYMES ecuatorianas". <http://www.industrias.gob.ec/biblioteca>, visitado en septiembre 26 de 2012.
- Jiménez, Luis y Sandra Manuelito (2010). "Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo". <http://www.eclac.org/>, visitado en julio 25 de 2011.
- Jiménez, Luis y Sandra Manuelito (2011). "América Latina: Sistemas financieros y financiamiento de la inversión". *Revista Cepal* No. 103. Visita 13 julio de 2012 en <http://www.eclac.org/>
- Keynes, John (1937). "The 'ex-ante' theory of the rate of interest", *The Economic Journal*, Oxford: Blackwell Publishing.
- Ley de Descentralización del Estado y Participación Social. *Registro Oficial del Ecuador*. Quito, 8 de octubre de 1997.
- Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, Codificación. *Registro Oficial del Ecuador*. Quito: 23 de enero de 2001.
- Ley de Mercado de Valores. *Registro Oficial del Ecuador*. Quito: 7 de septiembre de 2008.
- Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal. *Registro Oficial del Ecuador*. Quito: Febrero de 2003.
- Maignascha, Juan (1992) "La cuestión regional en la historia ecuatoriana (1830-1972). Nueva historia del Ecuador". Quito: Corporación Editora Nacional.
- March, J. y J. Olsen. (1989) *Rediscovering Institutions*. Nueva York: Free Press.
- Mendez, Marianela (2008). "Calificadoras de Riesgo en Ecuador". www.marielamendezprado.com/2008. Visitado en octubre 20 2012.

- Menéndez, Susana (s/f). “Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa”. <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=195500> , visitado en febrero 1 de 2013.
- Mirowski, Philip (1986). *Institutions as a Solution Concept in a Game Theory Context*. Boston: Kluwer.
- Navarro, Guillermo (2006). *Los poderes fácticos*. Quito: Ediciones Zitra.
- North, Douglass (1993). *Instituciones, cambio institucional y desempeño económico*. México: Fondo de cultura económica.
- Olson, Mancur (1992). *La lógica de la Acción Colectiva*. México: Limusa.
- Perlman, Bruce y Juan de Dios Pineda (2006). *Nuevo institucionalismo e institucionalidad en México*. México: UAEM.
- Polanyi, Karl, Conrad Arensberg y Harry Pearson (1976). *Comercio y mercado en los imperios antiguos*. Barcelona: Labor S.A.
- Portes, Alejandro (2006). “Instituciones y Desarrollo: Una revisión conceptual”. *Cuadernos de Economía*, Vol.XXV. No. 45. 15-44.
- Prats, Joan (2007). “Revisión crítica de los aportes del institucionalismo a la teoría y la práctica del desarrollo”. *Revista de Economía Institucional*. Vol.9 No. 16. Visita 29 noviembre de 2011 en www.economiaainstitucional.com
- Rodriguez, Luis y Javier Sáiz (2007). “Transparencia y profundidad en los mercados financieros: El caso del IBEX 35”. Santiago: Universidad de Bío-Bío.
- Rosero, Luis (2010). “El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: una aproximación”. *Ecuador Debate* No. 80:23.
- Sabaté, Alberto, Ruth Muñoz y Sabina Ozomek (2005). *Finanzas y economía social: Modalidades en el manejo de los recursos solidarios*. Buenos Aires: Editorial Altamira.
- Sistema Económico Latinoamericano y del Caribe (2010). “Visión prospectiva de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES). Respuestas ante un futuro complejo y competitivo”. http://www.sela.org/attach/258/EDOCS/SRed/2010/08/T023600004305-0-Vision_prospectiva_de_las_PYMES.pdf , visitado en junio 21 de 2013.

- Schumpeter, Joseph. (1976). *Teoría del desenvolvimiento económico*. México: Ediciones Olimpia.
- Stiglitz, Joseph (1998). “Más instrumentos y metas más amplias para el desarrollo. Hacia el consenso post-Washington”. *Desarrollo Económico* Vol 38. No. 151. Visita en 18 agosto de 2012 en <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2655442>
- Stiglitz, Joseph (2004). El rumbo de las reformas. Hacia una nueva agenda para América Latina. *Revista Cepal*. No. 80
- Stiglitz, Joseph (2010). “Regulación y fallas”. *Revista de economía institucional*. Vol.12. No. 23. Visita en 11 octubre de 2012 en www.economiainstitucional.com/esp/indice/tematico
- Superintendencia de Compañías (2012). “Historia del mercado de valores ecuatoriano” www.supercias.gob.ec, visitado en diciembre 11 de 2012.
- Tarres, María Luisa (2009). *Observar, escuchar y comprender: sobre la tradición cualitativa en la investigación social*. México:Universidad Autónoma Metropolitana.
- Terceño, Antonio, María Belén Guercio (2011). “El crecimiento económico y el desarrollo del sistema financiero. Un análisis comparativo”. <http://www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v17/172033.pdf> , visitado en agosto 17 2011.
- Wierzba, Guillermo, Estela del Pino, Romina Kupelian, Rodrigo López (2008). “La Regulación Financiera Basilea II, la crisis y los desafíos para un cambio de paradigma.” http://www.cefid-ar.org.ar/documentos/LA_REGULACION_FINANCIERA_Basilea_II.pdf. Visitado en agosto 23 de 2011
- Williamson, Oliver (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Nueva York: Free Press.

ANEXOS

ANEXO 1

Autorizaciones de Ofertas Públicas por sector y por tipo de papel En miles de US\$

Año	MERCANTIL						FINANCIERO					
	# Emisores	Obligaciones	P. Comercial	Titularización	Acciones	Total	# Emisores	Obligaciones	P. Comercial	Titularización	Acciones	Total
2005	18	63	20	31	5	119	12	44	217	88		349
2006	30	120.105	25.000	93.250	578	238.933	15	11.000	371.000	250.667		632.667
2007	21	70.000	2.000	73.100	372	145.472	7	15.000		128.011		143.011
2008	64	240.400	40.250	331.100	18.533	630.283	12	37.000		217.267	37.540	254.267
2009	56	150.100	7.000	270.750	16.835	444.685	14	146.198	352.000	214.650		712.848
2010	81	262.200	82.800	355.582	150	700.732	12	29.500	623.200	227.253		879.953
Total	270	842.868	157.070	1.123.812	36.473	2.160.224	72	238.742	1.346.417	1.037.936		2.623.095
Participación	78,9%					45,2%	21,1%					54,8%

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Propia

ANEXO 2

Compras Sector Público Valores Efectivos en miles de US\$

Sector Público	2005		2006		2007		2008		2009		2010	
Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social	1.249.277	35,1%	1.249.277	57,9%	1.508.928	59,3%	1.740.385	45,6%	1.620.705	48,6%	1.211.941	44,4%
Banco Central del Ecuador	1.905.793	53,6%	506.566	23,5%	307.839	12,1%	528.339	13,8%	372.565	11,2%	94.158	3,4%
Corporación Financiera Nacional	63.709	1,8%	63.971	3,0%	73.798	2,9%	343.264	9,0%	548.462	16,4%	586.003	21,4%
Instituto de Seguridad Social de las Fuerzas Armadas	226.950	6,4%	226.950	10,5%	345.500	13,6%	500.562	13,1%	20.500	0,6%	497	0,0%
Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional	7.539	0,2%	7.539	0,3%	133.960	5,3%	363.052	9,5%	267.422	8,0%	366.576	13,4%
Banco Ecuatoriano de la Vivienda	47.087	1,3%	47.087	2,2%	69.463	2,7%	176.949	4,6%	402.835	12,1%	209.509	7,7%
Banco Nacional de Fomento	44.797	1,3%	44.797	2,1%	78.936	3,1%	52.855	1,4%	70.304	2,1%	160.326	5,9%
Banco del Estado	6.738	0,2%	6.738	0,3%	27.000	1,1%	110.418	2,9%	26.303	0,8%	41.591	1,5%
Banco del IESS	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	39.545	1,4%
Otras	3.205	0,1%	3.205	0,1%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	16.000	0,6%
Fondo Ambiental Nacional	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	6.507	0,2%	5.481	0,2%
Escuela Politécnica del Ejército ESPOL	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	867	0,0%	795	0,0%
Total	3.555.093		2.156.129		2.545.424		3.815.824		3.336.470		2.732.422	

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Propia

ANEXO 3

Evolución del patrimonio administrado por Administradora de Fondos (en miles de US\$)

Administradora	Plaza	Propiedad	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1 Produfondos	Quito	Financiero	92.232	101.120	105.151	80.208	85.983	83.873
2 Fondos Pichincha	Quito	Financiero	66.446	93.614	115.471	117.878	107.452	139.465
3 Fodevasa	Quito	Financiero	395	423	302	408	408	0
4 Interfondos	Quito	Financiero	86.035	82.315	76.561	89.192	72.351	84.493
5 Administradora BGGye		Financiero	56.196	64.101	80.605	108.233	88.529	104.761
6 AFFB Bolivariano	Gye	Financiero	44.530	46.458	51.468	70.074	72.854	88.741
7 Previfondos	Gye	Financiero	155	184	185	189	193	189
		Subtotal	345.989	388.215	429.743	466.182	427.770	501.522
8 Stanford Trust	Quito	Independiente	-	4.496	5.017	4.716		
9 FiduEcuador	Quito	Independiente					304	300
10 Latin Trust	Gye	Independiente	1.180	891	754	737	738	677
11 AFP Genesis	Gye	Independiente	43.700	60.787	74.595	86.166	97.138	112.359
12 ZION	Gye	Independiente						444
		Subtotal	44.880	66.174	80.367	91.619	98.180	113.780
13 Admunifondos	Gye	Público			0	2.150	3.686	5.237
Total			390.868	454.388	510.110	559.952	529.636	620.539

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Propia

ANEXO 4

Emisión genérica del sistema financiero en renta fija (en miles de US\$)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Monto Negociado en Renta Fija	2.399.854	4.862.302	3.218.360	5.007.605	5.073.747	4.988.423
Monto Negociado en títulos genéricos del sistema financiero	1.177.670	1.291.900	1.510.450	2.958.196	3.255.842	2.317.293
Participación Emisión Genérica vs Monto Total	49,1%	26,6%	46,9%	59,1%	64,2%	46,5%

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaboración: Propia

ANEXO 5

Volúmenes negociados por bolsa y tipo de renta (en miles de US\$)

1 de 3

	Quito		2.005 Guayaquil		Total Nacional		Quito		2.006 Guayaquil		Total Nacional	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
	Total	1.623.327	100,0%	1.873.186	100,0%	3.496.513	100,0%	2.575.291	100,0%	2.287.011	100,0%	4.862.302
Renta Fija	1.534.586	94,5%	1.814.390	96,9%	3.348.976	95,8%	2.376.116	92,27%	2.177.340	95,2%	4.553.457	93,6%
Sector Público	726.739	44,8%	989.959	52,8%	1.716.698	49,1%	1.244.456	48,32%	1.129.133	49,4%	2.373.589	48,8%
Sector Privado	807.847	49,8%	824.431	44,0%	1.632.279	46,7%	1.131.660	43,94%	1.048.207	45,8%	2.179.868	44,8%
Financiero	765.882	47,2%	784.518	41,9%	1.550.400	44,3%	1.005.135	39,03%	904.124	39,5%	1.909.259	39,3%
Mercantil	41.965	2,6%	39.913	2,1%	81.879	2,3%	126.525	4,91%	144.083	6,3%	270.608	5,6%
Renta Variable	88.741	5,5%	58.796	3,1%	147.537	4,2%	199.175	7,73%	109.671	4,8%	308.845	6,4%

Fuente: Superintendencia de Compañías

ANEXO 5

Volúmenes negociados por bolsa y tipo de renta (en miles de US\$)

2 de 3

	2.007			2.008								
	Quito	Guayaquil	Total Nacional	Quito	Guayaquil	Total Nacional						
Total	1.807.633	100,0%	1.702.338	100,0%	3.509.971	100,0%	2.515.451	100,0%	2.637.912	100,0%	5.153.362	100,0%
Renta Fija	1.576.982	87,2%	1.640.879	96,4%	3.217.862	91,7%	2.431.623	96,7%	2.543.918	96,4%	4.975.541	96,5%
Sector Público	508.693	28,1%	505.881	29,7%	1.014.574	28,9%	444.708	17,7%	467.235	17,7%	911.943	17,7%
Sector Privado	1.068.289	59,1%	1.134.999	66,7%	2.203.288	62,8%	1.986.914	79,0%	2.076.683	78,7%	4.063.597	78,9%
Financiero	965.375	53,4%	1.001.292	58,8%	1.966.667	56,0%	1.720.901	68,4%	1.785.077	67,7%	3.505.979	68,0%
Mercantil	102.914	5,7%	133.707	7,9%	236.620	6,7%	266.013	10,6%	291.606	11,1%	557.619	10,8%
Renta Variable	230.651	12,8%	61.459	3,6%	292.110	8,3%	83.828	3,3%	93.994	3,6%	177.822	3,5%

Fuente: Superintendencia de Compañías

ANEXO 5

Volúmenes negociados por bolsa y tipo de renta (en miles de US\$)

3 de 3

	2.009			2.010								
	Quito	Guayaquil	Total Nacional	Quito	Guayaquil	Total						
Total	2.905.207	100,0%	3.521.570	100,0%	6.426.777	100,0%	2.684.666	100,0%	2.408.739	100,0%	5.093.405	100,0%
Renta Fija	2.432.616	83,7%	2.638.273	74,9%	5.070.889	78,9%	2.627.942	97,9%	2.336.761	97,0%	4.964.702	97,5%
Sector Público	816.139	28,1%	950.307	27,0%	1.766.446	27,5%	1.146.816	42,7%	1.077.218	44,7%	2.224.034	43,7%
Sector Privado	1.616.477	55,6%	1.687.966	47,9%	3.304.443	51,4%	1.481.125	55,2%	1.259.543	52,3%	2.740.668	53,8%
Financiero	1.299.057	44,7%	1.340.630	38,1%	2.639.687	41,1%	1.025.689	38,2%	886.317	36,8%	1.912.007	37,5%
Mercantil	317.420	10,9%	347.336	9,9%	664.756	10,3%	455.436	17,0%	373.225	15,5%	828.662	16,3%
Renta Variable	472.591	16,3%	883.297	25,1%	1.355.888	21,1%	56.724	2,1%	71.978	3,0%	128.702	2,5%

Fuente: Superintendencia de Compañías

ANEXO 6
Negociaciones REVNI
en US\$

#	Emisor	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	MINISTERIO DE FINANZAS						20.522.630
2	FASTFIN S.A.						6.422.860
3	HIVIMAR S.A.						6.260.000
4	PRONOBIS S.A. - PROMOTORES INMOBILIARIOS						2.538.617
5	EXPODELTA S.A.						2.350.428
6	TEVECABLE S.A.					2.500.000	2.000.000
7	ALIMENTSA S.A. - DIETAS Y ALIMENTOS						1.901.462
8	EPACEM S.A.						1.404.938
9	SURATEL S.A. - SURAMERICANA DE TELECOMUNICACIONES						1.000.000
10	DIACELEC S.A.						799.924
11	COLONCORP S.A.						766.366
12	EUROPEOS S.A. - EUROFERTILIZANTES AGROQUIMICOS						599.998
13	DI-CHEM DEL ECUADOR S.A.						599.981
14	RED MANGROVEINN S.A.						575.137
15	LUTROL S.A.						525.980
16	ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA.						504.993
17	CAMPORO S.A. - CAMPOSANTOS EL ORO						500.000
18	SURFER S.A.						457.852
19	KLYSTRON S.A.					1.179.998	425.000
20	INMEDICAL MEDICINA INTERNACIONAL S.A.						310.000
21	CONSULTORA AMBIENTAL ECOSAMBITO CIA. LTDA.						277.378
22	ECOSAMBITO CIA. LTDA. - CONSULTORA AMBIENTAL						92.440
23	CLUB DE EJECUTIVOS QUITO S.A.						2.551
24	SOROA S.A.					7.000.000	
25	SATELCOM S.A. - EMPRESA DE TELEVISION					6.900.000	
26	CAMPOSANTO DE GUAYAQUIL S.A.					1.652.312	
27	SOLVESA S.A.					700.000	
28	ADITMAQ CIA. LTDA. - ADITIVOS Y MAQUINARIAS				1.463.400	42.038	
29	TERRABIENES S.A.					1.155.853	
30	BANCO DEL AGRO S.A. - FINAGRO				282.893	383.368	
31	BANCO UNION BANUNION S.A.					249.294	
32	BANCO FINANCORP S.A.					32.126	
33	FINIBER S.A.					31.500	
34	AMERCA S.A. - SOCIEDAD FINANCIERA					15.045	
35	EUROFISH S A				10.000.000		
36	CAINE S.A.				3.534.128		
37	DISMEDSA S.A.				2.160.000		
38	CORPORACIÓN CELESTE S.A. CORPACEL				1.560.000		
39	AGROTA CÍA. LTDA				985.596		
40	DISTRIBUIDORA CHERREZ CIA LTDA				471.400		
41	CORPORACION ADUANERA ECUADOR				156.290		
42	ELECTROQUIL S.A.	254.600	2.904	25.493	25.493		
43	CORPORACIÓN ENOVATION S.A.		60.505	15.960			
44	CRATEL CEN	935.496					
45	TELEAMAZONAS	277.597					
46	LABORATORIOS LIFE S.A	91.311					
	TOTAL	1.559.004	63.409	41.453	20.639.200	21.841.532	50.838.537

Fuente: Bolsa de Valores de Quito