

**UNIVERSIDAD INTERNACIONAL SEK**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS**

**CARRERA: INGENIERIA FINANCIERA**

**TESIS DE GRADO**

**TEMA: LOS FUTUROS COMO INSTRUMENTO DE COBERTURA  
EN EPOCA DE INCERTIDUMBRE**

**ELABORADO POR:  
ALBA LILIANA BECERRA ZUBIETA**

**DIRECTOR DE TESIS :  
ING. SALOMON QUITO**

**QUITO – ECUADOR**

**1999 – 2004**

## **DEDICATORIA**

Dedico la presentación de este proyecto en primer lugar a Dios, por cuanto todo el esfuerzo y sacrificio que le he invertido, solo justifica una vez más, a la fuerza que me sostiene y es él quien me la da.

Quiero dedicar este trabajo a mis padres, por todo el tiempo que ellos me han dedicado, por las noches largas, sus preocupaciones y todos los momentos felices que me han regalado.

Este trabajo también significa un homenaje póstumo a mi abuelito Alfredo Garzón, porque de él aprendí, que la responsabilidad es un privilegio que se encara con determinación y constancia.

**A.L.B.Z.**

## **AGRADECIMIENTO**

Quiero agradecer a mis padres por su apoyo y esfuerzo para permitirme estudiar la carrera que escogí, a mi hermana por ser incondicional en la motivación necesaria para culminar mi tesis.

Agradezco a todos los profesores que a lo largo de estos cinco años, han llenado con sabiduría y un sentido práctico las bases de mi vida profesional, agradezco a mis verdaderos amigos por estar en las buenas y malas, por saber comprender que todos somos humanos y podemos errar, pero sobretodo por ayudarme a reconocer y enmendar mis errores.

Un agradecimiento especial para mi director de tesis, Salomón Quito, quien constituye un pilar fundamental en la construcción de este documento y una guía certera en mi camino como futura profesional.

**Y por último, pero no menos importante agradezco a Dios darme todos los elementos necesarios para culminar no solo mi carrera universitaria sino también esta tesis.**

## **DECLARATORIA**

Yo Alba Liliana Becerra Zubieta con cedula No. 172046977-2 egresada de la facultad de Ciencias Económicas Administrativas en la carrera de Ingeniería Financiera declaro que esta tesis es de mi propia autoría, esta basada en datos verídicos y actualizados a la fecha de entrega del presente trabajo.

  
**Alba Liliana Becerra Zubieta**

**CC: 172046977-2**

## **INDICE**

|                                                             |            |
|-------------------------------------------------------------|------------|
| <b>INTRODUCCION</b>                                         | <b>li</b>  |
| <b>RESUMEN EJECUTIVO</b>                                    | <b>xii</b> |
| <b>ABSTRACT</b>                                             | <b>xv</b>  |
| <br>                                                        |            |
| <b>CAPITULO I. MERCADOS FINANCIEROS</b>                     | <b>1</b>   |
| <br>                                                        |            |
| 1.1 Función de los mercados financieros                     | 1          |
| 1.2 Clasificación de los mercados financieros               | 2          |
| 1.2.1 Mercado de Dinero o Monetario                         | 3          |
| 1.2.1.1 Funciones del Mercado Monetario                     | 4          |
| 1.2.2 Mercado de Capitales                                  | 5          |
| 1.2.2.1 Mercado de Renta Fija                               | 5          |
| 1.2.2.1.1 El Riesgo de mercado de los activos de renta fija | 6          |
| 1.2.2.2 Mercado de Renta Variable                           | 6          |
| 1.2.2.2.1 El Riesgo de Mercado                              | 7          |
| 1.2.3 Mercado de divisas                                    | 7          |
| 1.2.3.1 Funciones de los mercados de divisas                | 8          |
| 1.2.3.2 Operadores del mercado de divisas                   | 8          |
| 1.2.4 Mercado de Fondos Mutuos                              | 9          |
| 1.2.4.1 Fondos de Renta Fija                                | 10         |
| 1.2.4.2 Fondos de Renta Variable                            | 10         |
| 1.2.5 Mercado de Derivados                                  | 10         |
| 1.2.6 Mercado Primario                                      | 11         |
| 1.2.7 Mercado Secundario                                    | 12         |
| 1.3 Diferencias entre mercado primario y secundario         | 13         |
| 1.4 Participantes del mercado                               | 13         |
| <br>                                                        |            |
| <b>CAPITULO II. TIPOS DE DERIVADOS FINANCIEROS</b>          | <b>15</b>  |
| <br>                                                        |            |
| 2.1 Función de los instrumentos derivados                   | 15         |
| 2.2 Forwards                                                | 18         |

|                                                     |                                                                        |     |
|-----------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2.2.1                                               | Clasificación de los forwards                                          | 20  |
| 2.2.2                                               | Riesgos que incluyen los forwards                                      | 24  |
| 2.2.3                                               | Diferencias entre los precios futuros y los precios forwards           | 25  |
| 2.3                                                 | Opciones                                                               | 26  |
| 2.3.1                                               | Contrato de Opciones                                                   | 26  |
| 2.3.1.1                                             | Opción Put                                                             | 27  |
| 2.3.1.1.1                                           | Compra de una opción de venta (put)                                    | 28  |
| 2.3.1.1.2                                           | Venta de una opción de venta (put)                                     | 29  |
| 2.3.1.2                                             | Opción Call                                                            | 34  |
| 2.3.1.2.1                                           | Compra de una opción de compra (call)                                  | 34  |
| 2.3.1.2.2                                           | Venta de una opción de compra (call)                                   | 36  |
| 2.3.2                                               | Diferencias entre los Contratos de opciones y los Contratos de Futuros | 41  |
| 2.4                                                 | Swaps                                                                  | 42  |
| 2.4.1                                               | Riesgo de los SWAPS                                                    | 43  |
| 2.4.2                                               | Clasificación de los Swaps                                             | 44  |
| 2.5                                                 | Futuros                                                                | 60  |
| 2.6                                                 | Participantes en el mercado de derivados                               | 60  |
| CAPITULO III. FUTUROS                               |                                                                        | 62  |
| 3.1                                                 | Mercado de Futuros                                                     | 65  |
| 3.1.1                                               | Estructura del Mercado de Futuros                                      | 65  |
| 3.1.2                                               | Papel de los Futuros en los Mercados Financieros                       | 69  |
| 3.2                                                 | Papel de la Cámara de Compensación                                     | 70  |
| 3.3                                                 | El Sistema de negociación                                              | 73  |
| 3.4                                                 | Razones por las Cuales se Utilizan Contratos de Futuros                | 74  |
| 3.5                                                 | Tipos de Contratos de Futuros                                          | 75  |
| 3.6                                                 | Valoración de los Futuros                                              | 94  |
| 3.7                                                 | ¿En Ecuador Existe un Mercado de Futuros?                              | 97  |
| CAPITULO IV. CONTRATOS A FUTURO DEL ACEITE DE OLIVA |                                                                        | 100 |

|                                                              |     |
|--------------------------------------------------------------|-----|
| 4.1 Aceite de Oliva                                          | 100 |
| 4.2 La Economía del Aceite                                   | 102 |
| 4.3 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva                   | 105 |
| 4.4 Entidades que son Miembros de MFAO                       | 105 |
| 4.4.1 Entidades que han Solicitado ser Miembros de MFAO      | 106 |
| 4.5 Contrato de futuros de Aceite de Oliva                   | 106 |
| 4.5.1 Cantidad                                               | 106 |
| 4.5.2 Calidad                                                | 107 |
| 4.5.2.1 ¿Por qué lampante?                                   | 107 |
| 4.5.2.2 Otras Calidades y el Cierre de Posiciones            | 108 |
| 4.5.3 Vencimiento                                            | 108 |
| 4.5.4 Forma de Cotización                                    | 110 |
| 4.5.4.1 Tamaño del Tick                                      | 110 |
| 4.5.5 Proceso de Entrega                                     | 110 |
| 4.5.5.1 ¿Quiénes entran en el proceso de entrega?            | 110 |
| 4.5.5.2 Descripción del proceso de entrega                   | 111 |
| 4.5.5.3 Incumplimiento                                       | 114 |
| 4.5.6 Garantías                                              | 115 |
| 4.5.6.1 Clases de Garantía                                   | 116 |
| 4.5.7 Liquidación Diaria de Pérdidas y Ganancias             | 117 |
| 4.5.8 Límites de Posición                                    | 118 |
| 4.5.9 Sistema de negociación                                 | 121 |
| 4.5.10 La Introducción de Ordenes                            | 121 |
| 4.5.10.1 Otros Tipos de Ordenes                              | 122 |
| 4.5.10.2 Modificación y Prioridad de órdenes                 | 123 |
| 4.5.10.3 Cruce de operaciones y Disseminación de Información | 124 |
| 4.5.11 Operar a Través de los Miembros de MFAO               | 124 |
| 4.6 Tipología de los Miembros                                | 125 |
| 4.6.1 Miembros Negociadores Financieros                      | 126 |
| 4.6.2 Miembros Industriales (No Financieros)                 | 126 |
| 4.6.3 Miembros Liquidadores                                  | 127 |
| 4.6.4 Miembros Liquidadores Custodios                        | 128 |
| 4.6.5 Miembros Creadores de Mercado                          | 129 |

|                                                |         |
|------------------------------------------------|---------|
| 4.7 ¿Cómo Contactarse con un miembro de MFAO?  | 129     |
| 4.7.1 ¿Por qué el Sistema de Miembros?         | 129     |
| 4.8 Preguntas mas frecuentes                   | 130     |
| 4.9 Glosario                                   | 134     |
| <br>CAPITULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES | <br>137 |
| 5.1 Conclusiones                               | 137     |
| 5.2 Recomendaciones                            | 140     |
| <br>BIBLIOGRAFIA                               | <br>141 |
| <br>ANEXO                                      |         |
| LEY DE MERCADO DE VALORES                      |         |



## LISTA DE GRAFICOS

|                                                                    |     |
|--------------------------------------------------------------------|-----|
| Gráfico 1. Posición Larga y Corta de los Forwards                  | 20  |
| Grafico 2. Perfil de riesgo de comprar una <i>put</i> .            | 29  |
| Grafico 3. Perfil de riesgo de vender una <i>put</i> .             | 30  |
| Grafico 4. Compra de <i>put</i> .                                  | 32  |
| Grafico 5. Venta de <i>put</i> .                                   | 33  |
| Grafico 6. Perfil de riesgo de la compra de una <i>call</i> .      | 35  |
| Grafico 7. Perfil de riesgo de la compra de una <i>call</i> .      | 36  |
| Grafico 8. Compra de <i>call</i> .                                 | 39  |
| Grafico 9. Venta de <i>call</i> .                                  | 40  |
| Grafico 10. Obligaciones sin la Cámara de Compensación.            | 71  |
| Grafico 11. Obligaciones con la Cámara de Compensación.            | 71  |
| Grafico 12. Gestión de Tesorería con Futuros Financieros.          | 84  |
| Grafico 13. Producción de Aceite Oliva en Europa                   | 103 |
| Grafico 14. Precios del aceite virgen para envasar y para refinar. | 104 |
| Grafico 15. Ejemplo de orden "stop".                               | 123 |

## **LISTA DE FIGURAS**

|                                                                                                                                           |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Figura 1. Swap de tasa de interés con operaciones en el mercado de dinero (préstamo inicial de principales).                              | 46  |
| Figura 2. Swap de tasa de interés con operaciones en el mercado de dinero (pagos de servicio de la deuda con pagos de servicio del swap). | 47  |
| Figura 3. Swap de tasa de interés con operaciones en el mercado de dinero (repago de principales).                                        | 48  |
| Figura 4. Swap de divisas con operaciones del mercado de dinero (préstamos e intercambios iniciales de principal nocional).               | 52  |
| Figura 5. Swap de divisas con operaciones en el mercado de dinero (servicio de la deuda con pagos del swap).                              | 53  |
| Figura 6. Swap de divisas con operaciones en el mercado de dinero (repago de reales y reintercambios de principal nocional).              | 54  |
| Figura 7. Esquema de un swap de activos sintético.                                                                                        | 56  |
| Figura 8. Futuros de Madera Contratos para entrega en enero, en dólares, por tabla de 300 metros.                                         | 77  |
| Figura 9. Cotizaciones en el mercado de divisas publicadas.                                                                               | 79  |
| Figura 10. Cotizaciones de contratos de futuros sobre índices bursátiles.                                                                 | 89  |
| Figura 11. La Bolsa de Japón busca su destino.                                                                                            | 92  |
| Figura 12. Acontecimientos implicados cuando se llega a la entrega física del activo subyacente                                           | 113 |
| Figura 13. Esquema de la posición del vendedor y el comprador con el MFAO.                                                                | 114 |
| Figura 14. Esquema cuando alguna de las partes incumple las obligaciones del proceso de entrega                                           | 115 |
| Figura 15. Esquema de Cómo la Cámara de Compensación garantiza el Cumplimiento del proceso.                                               | 116 |
| Figura 16. Esquema del Mercado de Futuros.                                                                                                | 125 |
| Figura 17. Tipología de los Miembros que operan en MFAO.                                                                                  | 125 |

## **LISTA DE TABLAS**

|                                                                                                          |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Tabla 1. Mercado de Dinero.                                                                              | 4   |
| Tabla 2. Opciones de venta (Put).                                                                        | 31  |
| Tabla 3. Opciones de compra (Call).                                                                      | 37  |
| Tabla 4. Contratos de divisas en los mercados de futuros y forward.                                      | 82  |
| Tabla 5. Liquidación diaria.                                                                             | 91  |
| Tabla 6. Apartado sobre vencimientos.                                                                    | 112 |
| Tabla 7. Variación del deposito de grarantias frente a la variación del<br>precio de liquidación diaria. | 118 |
| Tabla 8. Resumen de las condiciones generales del contrato de<br>futuros sobre aceites de oliva.         | 122 |
| Tabla 9. Contratos de futuros sobre aceite lampante, Noviembre 2002                                      | 119 |

## **RESUMEN EJECUTIVO**

El Mercado Financiero es el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro, así como los factores o instrumentos jurídicos, económicos, humanos, materiales, y técnicos a través de los cuales se potencia el ahorro y se permite un equilibrio eficiente entre tales fuerzas. Es el conjunto de canales de interrelación entre oferta y demanda de fondos; en este punto se puede distinguir dependiendo el plazo entre los mercados monetarios (corto plazo) y de capital (largo plazo).

En el Mercado Financiero, existe una clasificación, dentro de esta se encuentra el Mercado de Derivados; los derivados no son más que hipotéticas operaciones que se liquidan por diferencias entre el precio de mercado del subyacente y el precio pactado, dentro de estos existe una variedad de instrumentos los cuales tienen como objetivo satisfacer las necesidades de cobertura de riesgo o de especulación, en inversiones o dentro del mercado; este permite un alto nivel de apalancamiento, lo cual es una ventaja. Se tranzan en bolsas especializadas o directamente con los intermediarios financieros, su volumen ha crecido a lo largo de los últimos años.

El riesgo es una de las principales preocupaciones de todo inversionista, por esta razón es primordial conocer los instrumentos financieros que podemos utilizar, no para prevenir este, porque es imposible sino para prepararnos frente a los cambios constantes en la economía, (las tasas de interés, los factores ambientales, etc...), uno de estos Instrumentos son los "Futuros".

Un contrato de futuros es un acuerdo para realizar un intercambio determinado en algún momento del tiempo. Son acuerdos legales corporativos entre un comprador y un vendedor estos acuerdan una cantidad específica, de un artículo específico, en una fecha de futuros

acordada. Todo esto bajo un contrato estandarizado y en un mercado organizado. La fecha acordada de realización del intercambio difiere de la fecha del acuerdo.

Los mercados de futuros financieros no solo proporcionan protección contra el riesgo del precio sino que lo hacen de forma mas barata, mas liquida y mas confiable para los clientes.

Un claro ejemplo de un contrato a futuro son los “Contratos a futuro del Aceite de Oliva” el cual se realiza en el MFAO (Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A.) en España.

|                                     |                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Activo Subyacente                   | Aceite de Oliva Virgen, en origen.                                                                                                                                                             |
| Calidad                             | Calidad mínima “lampante”, con las especificaciones que se recogen en la Circular de Normas de Calidad.                                                                                        |
| Nominal: Tamaño del Contrato        | Una tonelada métrica.                                                                                                                                                                          |
| Vencimientos                        | Los meses impares del año: Enero, Marzo, Mayo, Julio, Septiembre y Noviembre.                                                                                                                  |
| Fecha de vencimiento                | El tercer lunes del mes de vencimiento. Si éste no es día hábil, el vencimiento tendrá lugar el día hábil anterior.                                                                            |
| Primer día de Negociación           | El siguiente día hábil al último día de negociación del séptimo vencimiento anterior.                                                                                                          |
| Último día de Negociación           | La fecha de vencimiento (hasta la hora de cierre de sesión).                                                                                                                                   |
| Cotización de Precio                | En Euros por Tonelada sin IVA.                                                                                                                                                                 |
| Variación Máxima del Precio         | El 8% por encima o por debajo del último precio de cierre.                                                                                                                                     |
| Forma de Liquidación                | Por entrega física de la mercancía, a través del procedimiento ordinario establecido por el Mercado.                                                                                           |
| Periodo de Entrega                  | Dentro de los quince días laborales posteriores a la fecha de vencimiento, de acuerdo con el procedimiento ordinario.                                                                          |
| Precios de Liquidación diaria       | El precio de liquidación diario se calculará como la media ponderada de los precios a los que se han cruzado las operaciones del día, ponderando los precios por el volumen de cada operación. |
| Liquidación de Pérdidas y Ganancias | Diariamente, antes de la hora establecida por Circular, en efectivo, por diferencias respecto al Precio de Liquidación Diaria de la sesión anterior.                                           |
| Garantías                           | En general, el 12% del valor de la posición abierta en contratos multiplicado por el precio de cierre de la sesión (ver circular de Garantías).                                                |

En Ecuador actualmente no existe un mercado de Futuros, existen casos pero muy poco frecuentes que son entre bancos y empresas privadas directamente, pero estos son más forwards que contratos de futuro, porque es mucho más sencillo y nos son estandarizados.

Además en Ecuador no existe una practica constante de un mercado de derivados y peor aun de Futuros, ya sea esta tendencia provocada por falta de conocimientos o la ausencia de recursos o por el simple desconocimiento del tema; pero esto no significa que el conocer a fondo este tipo de instrumentos del mercado de derivados no constituya un soporte y una ayuda para el profesional de hoy en día y porque no, una motivación a intentarlo como una alternativa financiera de desarrollo financiero y apoyo a la producción nacional.

## **ABSTRACT**

The financial market is a combination of forces, of supply and demand in the economy. This market combines laws, economics, human beings, materials, and technical experts who provide, the ability to save money, and also allows an efficient equilibrium between these forces. It is the combination of relationship channels between supply and demand (funds). At this point one can distinguish, depending on the period of time, between monetary markets (short term) and capital markets (long term).

A classification of the financial market, includes the by-product market. The by-products are hypothetical operations that liquidate the differences between the price of the active market and the agreed price. Within then, a variety of instruments cover risks or speculation in investments or within the market and allow a new level of debt, which is an advantage. These operations are either negotiated in special markets or directly with financial mediators, and their size increases as years go by.

Risk is one of the main concerns of investors. For this reason, it is essential to know the financial instruments that one can use, not to avoid risk, because it is impossible, but to prepare ourselves for the constant changes in the economy ( the rates of interest, the environmental factors, etc...). One of these instruments is the "Futures Contract".

These are legal agreements between a buyer and a seller, who determine how much of a certain object is to be bought, the price of the object, and when the transaction will be made. All this must take place under a standardized contract and in an organized market. The date in which the agreement is made will always be different from the date in which the transaction is completed.

The financial futures markets do not only protect the price that was agreed upon, but these markets are also cheaper, there is less liquidity risk, and is more trustworthy for clients.

A clear example of a futures contract is the "Futures Contract of Olive Oil" which was fulfilled by MFAO (Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A.) in Spain.

|                                      |                                                                                                                                                |
|--------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Specific Object</b>               | Virgin Olive Oil, in origin.                                                                                                                   |
| <b>Quality</b>                       | Minimum Quality "lampante", with a detailed report by MFAO.                                                                                    |
| <b>Nominal: Size of the contract</b> | A metric ton.                                                                                                                                  |
| <b>Expiration</b>                    | The months: January, March, May, July, September and November.                                                                                 |
| <b>Expiration date</b>               | The third Monday of the months listed above. If this does not fall on a weekday, the expiration date falls on the last or closest weekday.     |
| <b>First Day of Negotiation</b>      | The next weekday after the last day of negotiation of the seventh quoted expiration.                                                           |
| <b>Last Day of Negotiation</b>       | The expiration date (until the hour the session ends).                                                                                         |
| <b>Quoted Price</b>                  | In Euros for Ton without IVA .                                                                                                                 |
| <b>Maximum Variation in Price</b>    | 8% above or below the last closing price.                                                                                                      |
| <b>Liquidation Form</b>              | To physically deliver the product, through an ordinary process established by the market.                                                      |
| <b>Delivery Period</b>               | Within 15 days of the expiration date, in agreement with the ordinary process.                                                                 |
| <b>Daily Liquidation Prices</b>      | The daily liquidation price is calculated as the "weighted mean" of the daily prices, "weighing" the prices with the volume of each operation. |
| <b>Liquidation: Wins and Loses</b>   | Daily, before the hour established by regulations, in effect, for the differences in the daily liquidation price of the preceding session.     |
| <b>Guarantees</b>                    | In general, 12% of the reopened value in contracts, multiplied by the closing session price (see Guarantee regulations).                       |

Actually in Ecuador a Futures Market does not exist, cases exist but not very frequent ones that are directly between banks and private companies, but these few cases are forwards and not future contracts, because they are much simpler and are not standardized.

Besides in Ecuador there is no constant practice of a by-product market or worse of Futures contracts. This is either caused by the little knowledge that exists or because of the lack of resources; but this does not mean that having a good understanding of the types of instruments used in by-product markets does not constitute support and help for today's professional, as it is a



motivation to try it as a financial alternative for financial development and to support national production.

## INTRODUCCIÓN

La Ingeniería Financiera como profesión, en teoría aplica los instrumentos y procesos financieros disponibles, (aunque no necesariamente deba involucrarlos todos) en la solución de problemas dentro de las empresas, así como en la disminución del riesgo y la maximización de la rentabilidad y en el soporte financiero de la planificación estratégica de la compañía.

Dentro del campo de la ingeniería Financiera, uno de los aspectos más importantes que se deben tener en cuenta en tiempos actuales, donde las tendencias de integración y globalización abarcan el panorama de los negocios, es el estar a tono con la realidad de los negocios internacionales, el estar actualizado con el mundo que nos rodea, el estar bien informado, podría constituir la diferencia entre tomar una buena o una mala decisión financiera. Es por esto que realizo este proyecto, para consolidarlo como un instrumento práctico de todo profesional ejecutivo que desee saber sobre el mercado de futuros y pueda afrontar los retos de su profesión, frente a los desafíos del mundo moderno.

En orden para comprender todos los conceptos expuestos y explicados a lo largo de todas las materias de la carrera de finanzas, en mi opinión es muy necesario complementar los conocimientos teóricos, con un ejercicio práctico y es precisamente, lo que este proyecto significa, una compilación y condensación de información sobre futuros y demás instrumentos del mercado de derivados, que espero se convierta en un documento básico de ayuda y como herramienta de todo ingeniero financiero, en la implementación de este tipo de contratos dentro del contexto empresarial nacional.

En Ecuador no existe una practica constante de un mercado de derivados y peor aun de Futuros, ya sea esta tendencia provocada por falta de conocimientos o la ausencia de recursos, o por el simple desconocimiento del tema; pero esto no significa que el conocer a fondo este tipo de instrumentos del mercado de derivados no constituya un soporte y una ayuda para el profesional de hoy en día y porque no, una motivación a intentarlo como una alternativa financiera de desarrollo financiero y apoyo a la producción nacional.

## **CAPITULO I**

### **MERCADO FINANCIERO**

El Mercado Financiero es donde se intercambian activos financieros los cuales enlazan las decisiones de ahorro con las de gasto, esto es decir que transfieren renta desde unidades excedentes hacia las deficitarias.

Es el conjunto de canales de interrelación entre oferta y demanda de fondos, estos se distinguen dependiendo del plazo entre los mercados monetarios y de capital, en los primeros se ofertan y demandan fondos a corto plazo y en los segundos a mediano y largo plazo.

Es el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro, así como los canales e instrumentos jurídicos, económicos, humanos, materiales, y técnicos a través de los cuales se potencia el ahorro y se permite un equilibrio eficiente entre tales fuerzas.

En la mayoría de las economías los activos financieros se crean y posteriormente se comercian en algún tipo de mercado financiero.

#### **1.1 Función de los mercados financieros**

Los mercados financieros tienen tres funciones económicas adicionales a las anteriores mencionadas:

1) La interrelación de compradores y vendedores:

Estos determinan el precio del activo comercializado, el rendimiento requerido. El único incentivo para que las empresas adquieran fondos es el rendimiento esperado que demandan los inversionistas.

Esta es la característica de los mercados financieros, que los fondos a utilizarse que se asignan entre los activos financieros se llama *Proceso de fijación de Precios*.

2) Los mercados financieros proporcionan un mecanismo para que el inversionista venda un activo financiero:

Es por esta razón que se dice que un mercado financiero genera liquidez, lo cual es una característica especial cuando un inversionista se ve forzado a vender por diferentes circunstancias. De una u otra forma todos los mercados financieros proveen algún tipo de liquidez en diferente proporción, si no existiera esta característica el inversionista se vería forzado a conservar el instrumento hasta el momento de su vencimiento hasta su liquidación.

### 3) Reduce el costo de las transacciones:

Existen dos tipos de costos asociados con las transacciones:

- Costo de Búsqueda: estos representan *costos explícitos* como los gastos de dinero al anunciar la intención de vender o comprar un activo financiero; y los *costos implícitos* son por ejemplo el valor del tiempo gastado en localizar una contraparte.

Cuando existe una forma de mercado financiero organizado se reducen los costos de búsqueda.

- Costo de Información: son aquellos que tienen relación con la apreciación de los meritos de invertir en un activo financiero, la cantidad y la probabilidad del flujo de efectivo que se espera sea generado.

En un mercado eficiente los precios reflejan la información agregada y recolectada por todos los participantes del mercado.

## 1.2 Clasificación de los mercados financieros

Al clasificar los mercados financieros existen muchas maneras:

- Por el vencimiento de la obligación:
  - Mercado de Dinero (A corto plazo)
- Mercado de Capitales (A largo plazo)
  - Por obligaciones recién emitidas:

- **Mercados Primarios**
  - Por obligaciones previamente emitidas
- **Mercados Secundarios**
  - Mercados de efectivo o de instrumentos derivados

### **1.2.1 Mercado de Dinero o Monetario**

Un mercado monetario o de dinero puede definirse como el mercado de activos de bajo riesgo, alta liquidez y emitidos a corto plazo (18 meses como máximo). El bajo riesgo de este mercado esta determinado, por la solvencia de los emisores, prestatarios institucionales como el tesoro, los bancos comerciales o las grandes empresas publicas y privadas de reconocida solvencia, que acuden a financiarse a estos mercados. La alta liquidez esta determinada por la existencia de amplios mercados secundarios que garantizan la fácil y rápida negociación de los títulos y que es como son conocidos estos mercados.

A continuación un cuadro mas explicativo sobre este mercado.

**Tabla No. 1 Mercado de Dinero**

| <b>MERCADO DE DINERO</b>                       |                                                                                                                                                 |
|------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Tipos de papeles</b>                        | <ul style="list-style-type: none"><li>• Gubernamentales y</li><li>• Bancarios</li></ul>                                                         |
| <b>Intermediarios</b>                          | <ul style="list-style-type: none"><li>• Casas de Bolsa,</li><li>• Brokers de mercado de dinero y</li><li>• Bancos</li></ul>                     |
| <b>Liquidez</b>                                | <ul style="list-style-type: none"><li>• Alta</li></ul>                                                                                          |
| <b>Riesgo de no-pago</b>                       | <ul style="list-style-type: none"><li>• Bajo</li></ul>                                                                                          |
| <b>Riesgo de variación de tasas de mercado</b> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Mediano y alto de acuerdo a los días por vencer y a la revisión periódica de tasas (cupones),</li></ul> |
| <b>Clases de instrumentos de deuda</b>         | <ul style="list-style-type: none"><li>• Con cupón y sin cupón</li><li>• En moneda nacional, UDIs y divisas</li></ul>                            |

Elaborado por: Liliana Becerra Zubieta

### **1.2.1.1 Funciones del Mercado Monetario**

Las principales funciones del Mercado Monetario son las siguientes:

1. Permiten una financiación conforme a las leyes establecidas para contrarrestar el déficit público, de tal manera que no provoca ningún efecto inflacionario.
2. Permite un eficaz control de la liquidez del sistema mediante diversos tipos de operaciones por medio de la ejecución de la política monetaria por parte del Banco Central.
3. Debe contribuir a la regularización de la estructura temporal de los tipos de interés.

### **1.2.2 Mercado de Capitales**

El Mercado de Capitales está conformado por una serie de participantes que compran y venden acciones e instrumentos de crédito, con el propósito de ofrecer una variedad de productos financieros que promuevan el ahorro interno y fuentes de capital para las empresas.

Este mercado es una fuente ideal de financiamiento por medio de la emisión de acciones, con el fin de mantener balanceada la estructura de capital de la empresa. Los participantes son los inversionistas que son personas naturales o jurídicas con exceso de capital, y los financistas que en este caso son personas jurídicas con necesidad de capital; estas dos partes se relacionan a través de los títulos valores los cuales pueden ser de renta fija o renta variable

#### **1.2.2.1 Mercado de Renta Fija**

Son aquellos mercados donde se negocian con instrumentos de renta fija, ya sean públicos o privados, se negocian en 3 mercados:

- *En el mercado bursátil:* se negocian títulos de renta fija que puedan ser de entidades publicas o privadas a corto plazo ya sea con la opción de convertibilidad o sin ella, no se realizan tantas transacciones como en otros ya que en este también se negocia con instrumentos de renta variable.
- *Mercado de renta fija:* es un mercado secundario donde solo se negocian títulos de renta fija. En este mercado se fijan y se controlan estrictamente las características de funcionamiento del mercado y los valores admitidos a cotizarse.
- Las transacciones se pueden realizar directamente o a través de intermediarios, estos últimos ofrecen una información detallada a cerca de los mejores precios de oferta y demanda de cada activo.



### **1.2.2.1.1 El riesgo de mercado de los activos de renta fija**

Este riesgo se refiere justamente a los tipos de interés, el cual se divide en:

- El riesgo de reinversión: se da en el momento en que compramos un instrumento que tiene un vencimiento inferior a nuestro horizonte temporal<sup>1</sup>, al ocurrir esto se deberá renovar la inversión, es decir, comprar nuevamente en el mercado otro instrumento, con las mismas características que el ya comprado anteriormente. El enigma en este caso es cual va a ser el tipo de interés al que podamos renovar nuestra inversión, ya que de esto dependerá nuestra rentabilidad final durante el horizonte temporal. Si disminuye la tasa de interés del mercado, la rentabilidad será inferior a la esperada inicialmente.
- El riesgo de precio: este surge inmediatamente cuando se vende un instrumento antes de su fecha de vencimiento, porque existe incertidumbre si se puede recuperar la inversión o no; porque desde el momento en que se adquiere el instrumento hasta el momento de su venta, si aumentado la tasa de interés del mercado, se registrará una pérdida en la rentabilidad de la inversión, ya que el precio de venta del instrumento será inferior.

### **1.2.2.2 Mercado de Renta Variable**

El mercado de renta variable es aquel en donde la rentabilidad de la inversión, esta ligada a las utilidades obtenidas por la empresa en la cual se invirtió y por las ganancias de capital obtenidas por la diferencia entre el precio de compra y venta. Este mercado esta compuesto por acciones, bonos convertibles en acciones, derechos de suscripción y títulos provenientes de procesos de titularización donde la rentabilidad no esta asociada a una tasa de interés

---

<sup>1</sup> Horizonte Temporal de un inversor se refiere al periodo de tiempo durante el cual se desea realizar una inversión, es decir, el periodo sobre el que se establezca un objetivo de rentabilidad.

específica, por lo tanto no pueden determinarse anticipadamente al cierre del ejercicio social

Al igual que en el caso del mercado de renta variable, también se disponen de una serie de técnicas que nos permitan optimizar la gestión de una cartera de títulos de renta variable; estas herramientas van dirigidas a conocer la máxima rentabilidad de un valor de tal manera como su riesgo.

#### **1.2.2.2.1 El riesgo de mercado**

Siempre antes de incurrir en una determinada inversión tenemos que conocer claramente el riesgo en que nos involucramos; por esta razón se toman medidas como la *desviación típica de los rendimientos*, de esta manera cuanto mayor sea el valor, mayor será el riesgo de incurrir en pérdidas en el momento de deshacer la inversión.

Otro modelo también muy utilizado es el famoso CAPM (Capital Asset Pricing Model) el cual relaciona la rentabilidad de un activo con la rentabilidad del mercado.

En conclusión para tomar la mejor decisión de que activos van a conformar la cartera de inversión en renta variable, dependerá mucho el valor intrínseco de su valor actual cotizado.

#### **1.2.3 Mercado de Divisas**

Los mercados de divisas representan el primer mercado financiero del mundo ya que en este se realizan transacciones diarias y continuas las veinticuatro horas al día de lunes a viernes, durante todo el año.

Los principales mercados son Londres y Nueva York, donde se genera el mayor número de transacciones en divisas. La mayor parte de las transacciones son en Euros/Dólares, Dólares/Yenes, Libra/Dólares.

La variación de precios en el mercado de divisas esta muy influenciada por las operaciones de los grandes fondos de inversión o “hedge funds”<sup>2</sup>, esto tiene como resultado que las cantidades varíen constantemente; un ejemplo ocurrió con el euro en sus primeros meses de vida, que descendió contra el dólar sin que los bancos centrales pudiesen hacer nada.

### **1.2.3.1 Funciones de los mercados de divisas**

- 1) *Transferir capacidad de compra de los ciudadanos de un país a los de otros países.* El mercado de divisas facilita los medios necesarios para llevar a término esta transferencia del poder de compra, la cual se realiza mediante la fijación de los tipos de cambios, que es el precio al que se intercambia una moneda nacional por otras internacionales.
- 2) *Provisión de crédito para las operaciones internacionales que se llevan a término.* Con crédito se refiere a una operación de crédito puro por aplazamiento del pago, o la posibilidad de cubrir el periodo de tiempo que transcurre desde que el exportador de un producto deposita la mercancía en el consignatario de transporte hasta que esta llega a manos del comprador.
- 3) *Reducir el riesgo de cambio.* Los mercados financieros internacionales facilitan la cobertura de riesgo de las operaciones en diferentes monedas (hedging).

### **1.2.3.2 Operadores del mercado de divisas**

*Los Bancos Centrales de cada país.* Estos intervienen en la compra o venta con:

- Una finalidad instrumental, disponer de las divisas extranjeras necesarias para que sus empresas y ciudadanos realicen operaciones en divisas.

---

<sup>2</sup> Hedge Funds: Fondos especulativos que mueven cientos de miles de millones en una sola operación.

- Una finalidad de intervenir activamente en la determinación de los tipos de cambio, especialmente cuando el tipo de cambio es fijo o ajustable.
- *Los Bancos y los intermediarios no bancarios.* Actúan de forma similar a los especuladores y arbitrajistas, operan también en el mercado al por menor atendiendo las peticiones de empresas o de residentes que desean utilizar la moneda extranjera.
- *Los Arbitrajistas y Especuladores.* UN ARBITRAJISTA orienta su actividad a conseguir que en un día determinado los tipos de cambios cruzados de una misma divisa sean prácticamente equivalentes en todo el mundo; el arbitraje se realiza mediante la compra – venta simultanea de un bien o de activos en diferentes mercados, el propósito de esto es obtener una ganancia segura en base a la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra.
- Gracias a la búsqueda de oportunidades de arbitraje en el mercado de divisas, se crea una fuerza poderosa que mantiene en línea las cotizaciones del tipo de cambio en distintos lugares, con esto se anula el incentivo de comprar divisas en un mercado y venderlas en otro.  
El ESPECULADOR, es aquel que compra y vende divisas con el objetivo de obtener una ganancia a partir de las variaciones en el tipo de cambio, este puede actuar a futuro como comprador o como vendedor de divisa extranjera.

#### **1.2.4 Mercado de Fondos Mutuos**

Fondo es igual a *Dinero* y Mutuo es *Compartido*; entonces, como lo dice su nombre, un fondo mutuo es dinero compartido.

Los Fondos Mutuos los define la ley como un patrimonio (no en el sentido contable financiero - activo menos pasivo-, sino en su concepción jurídica, esto es, como un conjunto de derechos y obligaciones valuables en dinero)

integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en valores de oferta pública y administrado por una sociedad anónima por cuenta y riesgo de los participantes.

#### **1.2.4.1 Fondos de Renta Fija**

La Administradora de Fondos Mutuos invierte los fondos de los inversionistas en instrumentos de renta fija de bajo riesgo.

Estos instrumentos originan pagos fijos seguros y constantes en el tiempo como los bonos. En este tipo de fondos mutuos las administradoras invierten en bonos de bancos e instituciones financieras, bonos del Banco Central y en algunos casos bonos de empresas.

#### **1.2.4.2 Fondo de Renta Variable**

La Administradora de Fondos Mutuos invierte los fondos de los inversionistas en instrumentos de renta variable, estos fondos no ofrecen pagos fijos ni constantes en el tiempo, sino que sus flujos son volátiles, involucrando un riesgo mayor.

Estos fondos también pueden ser invertidos en mercados internacionales, como por ejemplo en mercados emergentes, mercados desarrollados, mercados altamente tecnológicos, entre otros.

#### **1.2.5 Mercado de Derivados**

Por derivado se entiende un instrumento financiero cuyo valor depende de otro (denominado “subyacente<sup>3</sup>”, en el mercado de derivados el activo el cual esta en negociación es llamado activo subyacente<sup>4</sup>) que puede ser una acción, de una empresa, un índice bursátil, divisas o materias primas.

---

<sup>3</sup> Subyacente: que yace o esta debajo de otra cosa.

<sup>4</sup> Los Activos Subyacentes pueden ser acciones, divisas, mercancías, tipos de interés o índices bursátiles.

En todos los países donde existe un mercado financiero desarrollado, se han creado mercados de productos derivados donde se negocian contratos de futuros sobre tipos de interés, divisas e índices bursátiles y contratos de opciones sobre divisas, tipos de interés, índices bursátiles, acciones y contratos de futuros.

Una característica en común que tienen todos los países que han implantado mercados de productos derivados ha sido el éxito en cuanto a los volúmenes de contratación, que han crecido considerablemente, superando en muchas ocasiones a los volúmenes de contratación de los respectivos productos subyacentes que se negocian al contado, considerando que éstos también han experimentado considerables incrementos en sus volúmenes de negociación.

#### **1.2.6 Mercados Primarios**

Es básicamente la colocación inicial de los activos y valores financieros recién emitidos por los gobiernos centrales, sus agencias, gobiernos municipales y corporaciones, esto también incluye la privatización, (la oferta de valores de compañías propiedad del gobierno a inversionistas privados).

El mercado primario, es una alternativa que las empresas pueden utilizar para lograr la autofinanciación mediante la emisión de acciones, pero también ofrece la posibilidad de obtener crédito a través de la emisión de obligaciones y otros títulos.

Los bancos de inversión manejan y organizan las emisiones primarias generalmente estas son iniciadas por las casas de valores y los bancos comerciales.

La emisión es: Cada conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito incluida la obtención sistemática de financiación, por ser igual su naturaleza y régimen de

transmisión, y por atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones<sup>5</sup>

No obstante la homogeneidad de un conjunto de valores, no se verá afectada por la eventual existencia de diferencias entre ellos en lo relativo a su importe unitario, fechas de puesta en circulación, de entrega de material o de fijación de precios, procedimientos de colocación, incluida la existencia de tramos o bloques destinados a categorías específicas de inversores, o cualesquiera otros aspectos de naturaleza accesoria.

### **1.2.7 Mercados Secundarios**

Fundamentalmente es donde se comercializan las transferencias de títulos y valores previamente emitidos en el mercado primario, generando liquidez, seguridad y rentabilidad a los inversionistas, de esta forma toda acción de compra y/o venta es reversible; se diferencia del mercado primario en que el emisor de un activo no recibe fondos del comprador.

Sin mercado secundario no existiría sin el mercado primario, ya que difícilmente se concederían las emisiones de activos financieros si no se tuviera la opción de liquidar la inversión negociándola, es decir, sin la posibilidad de poder transferir el valor adquirido en primera colocación y sin que consecuentemente sea factible la liquidez que pudiera requerirse en un momento dado, contando sólo con la alternativa de disfrutar de una renta o esperar el vencimiento del papel, el atractivo de adquirir valores mobiliarios en primera colocación disminuiría notoriamente.

Es una forma de conseguir liquidez sin afectar directamente la financiación del activo financiero, determinando las condiciones de cada emisión a través de la negociación de los derechos preferentes de cada uno.

El volumen de las operaciones indica el grado de liquidez del mercado de valores.

---

<sup>5</sup> Chuliá Vincent, Derecho Mercantil, Editorial Tirant 1995, p. 525.

Se podría concluir que el mercado primario y secundario, son complementarios, uno no existe sin el otro.

### **1.3 Diferencias entre Mercado Primario y Mercado Secundario**

Básicamente la diferencia entre estos dos mercados es:

En el mercado primario se comercializan títulos valores de primera emisión ofertados por las empresas con el fin de obtener financiamiento ya sea para la constitución de nuevas empresas o una forma de obtener liquidez, mientras que en el mercado secundario es donde se realizan las transacciones relativas a los papeles que ya están en circulación, es decir, simples transferencias de activos financieros ya existentes, y por consiguiente el volumen de estas operaciones es un reflejo del grado de liquidez del mercado de valores; brindando seguridad y rentabilidad a los inversionistas, permitiéndoles revertir sus decisiones de compra y venta.

### **1.4 Participantes del mercado**

- **Familias e Individuos:**
  - Proveedores netos de fondos
- **Empresas y Corporaciones:**
  - Tomadores Netos de Fondos
- **Gobiernos y Entidades Estatales**
  - Tomadores Netos de Fondos
- **Intermediarios Financieros**
  - Únicamente intermedian entre colocadores y tomadores
- **Intermediarios Financieros:**
  - Bancos Comerciales
  - Corporaciones Financieras
  - Bancos de Desarrollo
  - Fondos Mutuos



- **Fondos de Pensiones**
- **Bolsas de Valores y Comisionistas**
- **Mutualistas**
- **Cooperativas**

## **CAPITULO II**

### **TIPOS DE DERIVADOS FINANCIEROS**

Un derivado financiero es un instrumento financiero de cobertura cuyo valor depende del precio de otro instrumento fundamental denominado subyacente. Existen varios tipos de derivados financieros los cuales explicaremos a continuación.

Los bienes subyacentes utilizados en los instrumentos derivados pueden pertenecer a cualquiera de las siguientes categorías:

- Paridad <sup>6</sup> entre divisas
- Tasas de interés
- Capitales

Estos no se limitan a activos financieros solamente, algunos involucran productos básicos (perecibles) y metales preciosos. La vigencia de un instrumento derivado nunca podrá ser mayor que la de su bien subyacente.

#### **2.1 Función de los instrumentos derivados**

Los instrumentos derivados son flexibles y poderosos que contribuyen a la liquidez, estabilidad y profundidad de los mercados financieros, generando condiciones para diversificar las inversiones y administrar los riesgos. En este proceso se pueden transferir los riesgos de corto a largo plazo, permitiendo que la exposición al riesgo disminuya.

Los contratos derivados proporcionan a los emisores e inversionistas una alternativa económica para controlar algunos riesgos mayores, como los que se

---

<sup>6</sup> Relación de una moneda con el patrón monetario internacional, o de monedas nacionales entre sí.

detallan a continuación (para facilitar el entendimiento se utilizaran ejemplos para su explicación<sup>7</sup>):

- Supongamos que General Motors planea obtener un préstamo bancario por \$100 millones dentro de dos meses a partir de ahora. Aquí, el riesgo principal es que la tasa de interés sea, dentro de dos meses, mayor de la actual. Si la tasa de interés es solamente un punto porcentual mayor, General Motors tendría que pagar \$1 millón mas de interés anual. Claramente, los emisores / prestatarios necesitan una manera de protegerse de un aumento en las tasas de interés.
- El fondo de pensión de IBM posee una cartera compuesta de acciones comunes de una gran numero de compañías.(en este fondo de pensión debe realizar pagos periódicos a los beneficiarios del plan.) Supongamos que el fondo de pensión sabe que dentro de dos meses debe vender acciones de su cartera para pagar \$20 millones a sus beneficiarios. El riesgo que enfrenta el fondo de pensión de IBM es que dentro de dos meses, cuando sean vendidas las acciones, el precio de muchas de ellas sea menor del que es actualmente. Si los precios de las acciones declinan, el fondo de pensión tendrá que vender mas acciones para conseguir los \$20 millones. Por tanto, inversionistas como el fondo de pensión de IBM, enfrentan el riesgo de la disminución de precios de acciones, y tal vez quieran protegerse contra este riesgo.
- Supongamos que Sears Roebuck planea emitir un bono en Suiza, y que los pagos periódicos que la compañía debe hacer a los tenedores de los bonos esta denominado en la moneda suiza, el franco. La cantidad de dólares que Sears debe pagar para recibir la cantidad de francos suizos que ha contratado, dependerá del tipo de cambio al momento en que deban ser hechos lo pagos. Por ejemplo, supongamos que al momento en que deban ser hechos los pagos. Por ejemplo, supongamos que al

---

<sup>7</sup> Tomado del libro "Mercados e Instituciones Financieras" Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Michael G. Ferri.

momento en que Sears planea emitir los bonos el tipo de cambio de ese momento es de 1.5 francos suizos por un dólar. Por tanto, para cada 7.5 millones de francos suizos que Sears debe pagar a los tenedores de los bonos, debe pagar \$5 millones de dólares. Si en cualquier momento que deba hacerse un pago en francos suizos, el valor del dólar declina con relación a dicho franco, Sears tendrá que pagar mas dólares para satisfacer sus obligaciones contractuales. Por ejemplo, si al momento del pago un dólar se cambia a 1.25 francos suizos, Sears tendrá que pagar \$6 millones para hacer un pago de \$7.5 millones de francos suizos. Esto es \$1 millón de dólares más que cuando se emitieron los bonos. Los emisores / prestatarios que consiguen fondos en monedas que no son su moneda local, enfrentan este riesgo.

En los casos anteriores para evitar o reducir el riesgo que corren las empresas existen varios tipos de instrumentos derivados; el mercado de derivados tiene ventajas frente al mercado en efectivo (spot) para el mismo activo financiero:

- Cobertura de riesgos
- Costo menor de transacciones
- Mayor velocidad a la cual pueden ser completadas las transacciones.
- Incremento en la eficiencia y liquidez del mercado, alineando los precios de instrumentos de deuda, acciones y derivados.
- Mayor generación de información de precios y tendencias.
- Alto apalancamiento, menor inversión que en los activos subyacentes.
- Contribuyen a estabilizar los mercados físicos o de contado.
- Arbitraje entre mercados.

Los beneficios de los instrumentos derivados se pueden aplicar especialmente para los siguientes casos:

- Importadores que necesiten cubrir sus obligaciones de pagos de divisas.

- Tesoreros de empresas que busquen protegerse de las fluctuaciones<sup>8</sup> en las tasas de interés.
- Inversionistas experimentados que pretendan obtener rendimientos por la baja o alza de los activos subyacentes.
- Empresas no financieras que requieran apalancar utilidades.
- Deudores a tasa flotante que busquen protegerse de variaciones adversas en la tasa de interés.

## 2.2 Forwards

Los forwards se emplearon por primera vez en las ferias regionales en Francia, este tipo de instrumento derivado es el más antiguo, también conocido como un “contrato a plazo”.

Un contrato forward es un compromiso de compra/venta privado sobre un activo financiero determinado –activo subyacente- en el que se fijan con anticipación la cantidad, el precio (llamado precio de ejercicio o strike) y la fecha de entrega del activo en cuestión (fecha de ejercicio).

Es un contrato en el que ambas partes están obligadas a diferencia de otros derivados como las opciones; el comprador debe recibir el activo subyacente en la fecha preestablecida pagando el precio estipulando, y el vendedor esta obligado a entregar dicho activo.

En el mercado esto se conoce como una *posición larga* a la situación en la que se han comprado forwards y *posición corta* cuando se venden.

Al término del plazo, se pueden dar dos tipos de entrega:

- a) Donde se intercambian la mercadería por el valor previamente acordado.
- b) O el intercambio a favor o en contra en efectivo de la diferencia que existe entre el precio al cual se pactó la negociación en un inicio y el precio final que presenta la mercadería en el mercado al cual se hace referencia”.

---

<sup>8</sup> Es la diferencia entre el valor instantáneo de una cantidad fluctuante y su valor nominal.

Los contratos forward o a plazo son semejantes a los contratos de futuros ya que en los dos casos son acuerdos de compra o venta de un activo en un momento determinado en el futuro a un precio determinado. No obstante, a diferencia de los contratos a futuros que son estandarizados, éstos no son negociados en un mercado, no tienen que ajustarse a los estándares de un determinado mercado, ya que se consideran como instrumentos extra bursátiles, estos son acuerdos privados entre dos instituciones financieras o entre una institución financiera y una de sus clientes corporativos.

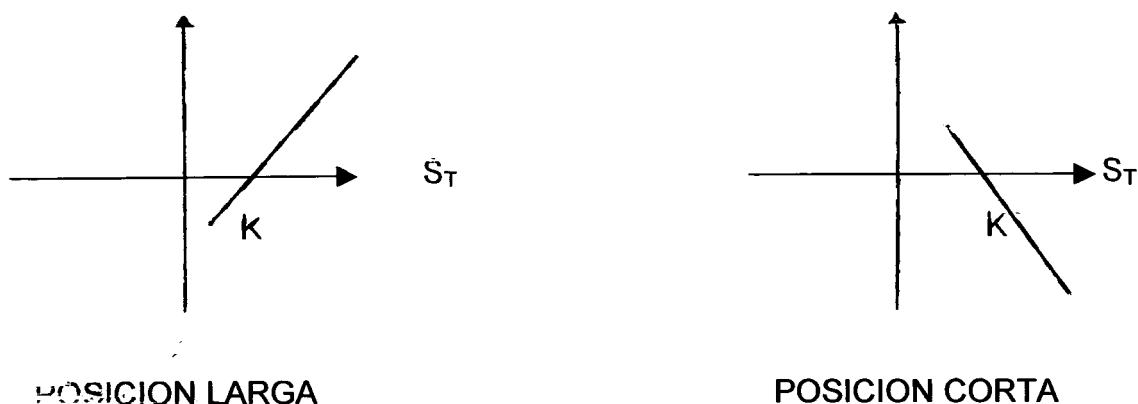
Por ejemplo:

Supongamos que se han comprado yenes a plazo de tres meses a un precio de \$110 dólares cada yen (este precio es el strike-K-), a medida que se estime el yen en relación al dólar, obtendremos un beneficio positivo. Si llegado el vencimiento, el yen se cotiza a \$125 dólares,  $S_T$  (Tasa Spot, sienta T el momento del vencimiento), habremos ganado \$15usd por cada yen que hayamos comprado, el beneficio es igual a  $S_T - K$  (Tasa Spot - Strike), ya que nos ha costado \$110 usd y lo podremos vender a \$125 usd. Este ejemplo es una POSICION LARGA.

Mientras que en una POSICION CORTA seria al revés si hubiéramos vendido habríamos incurrido en una perdida igual al beneficio anterior de \$15 usd puesto que hubiera podido vender los yenes en \$125 usd en el mercado de contado, pero tiene la obligación de venderlos en \$110 por el contrato ya establecido.

Por lo tanto venderemos a plazo cuando creamos que el precio del activo subyacente va a disminuir, mientras que compraremos en el caso contrario.

**Gráfico 1. Posición Larga y Corta de los Forwards**



$S_T$  = tasa spot  
K = Strike

### 2.2.1 Clasificación de los Forwards

Los forward se dividen en:

➤ **Forward sobre divisas o sobre tasa de cambio:**

Este mercado es informal, es una cadena de bancos y agentes que permiten a los clientes entrar en contratos forwards para comprar o vender moneda en el futuro a un tipo de cambio pactado, estos facilitan a los participantes entrar en acuerdos sobre transacciones de tipo de cambio extranjero para ser efectuadas en momentos específicos en el futuro. El tamaño y vencimiento de este tipo de contrato a plazo son negociados entre el comprador y el vendedor y las tasas de cambio son generalmente cotizadas para 30, 60 o 90 días o 6, 9 o 12 meses desde la fecha en que suscribe el contrato.

En el caso de operaciones a plazo con divisas intervienen dos variables: los tipos de cambio y el movimiento en el diferencial de tipos de interés en ambas monedas. Es decir, al comprar una divisa contra moneda nacional,

nos estamos financiando en moneda nacional e invirtiendo en el tipo correspondiente a la divisa comprada.

A diferencia de los mercados de futuros, estos contratos no están estandarizados, cada uno es negociado de manera diferente. No existe la valuación<sup>9</sup> diaria como en el mercado de futuros. Los forwards solo se ejecutan al vencimiento.

Un ejemplo seria si el Banco A adquiere un contrato forward con el Banco B, donde el Banco A se compromete a comprar 1000 € y vende 1300 usd, mientras que el Banco B se compromete a vender euros y comprar dólares dentro de 3 meses. El precio forward es de 1€=1.30usd. Sin importar a que tasa de cambio se encuentre en ese momento el euro el contrato ya tiene una tasa de cambio establecida.

El Banco B tiene un posición larga en euros.

| TASA DE CAMBIO | PRECIO PACTADO | UTILIDAD/PERDIDA |
|----------------|----------------|------------------|
| 1.20           | 1.30           | (10)             |
| 1.30           | 1.30           | -                |
| 1.40           | 1.30           | 10               |

Elaborado por: Liliana Becerra Zubieta

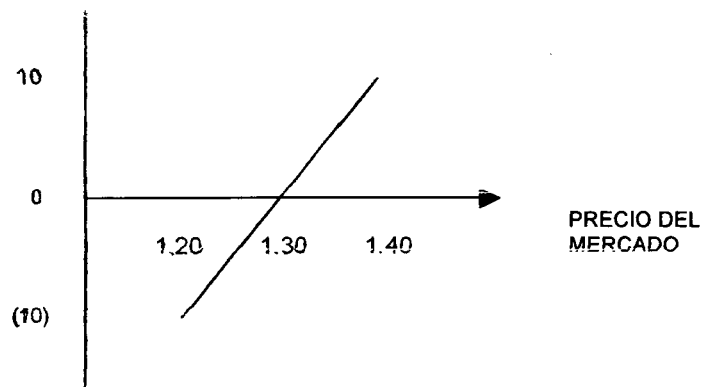
---

<sup>9</sup> Señalar precio a una cosa.



### BANCO A POSICION LARGA EN EUROS

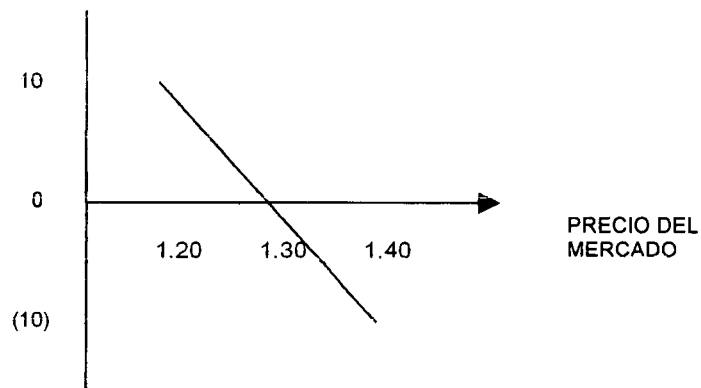
UTILIDAD/PERDIDA



Elaborado por: Liliana Becerra Zubieta

### BANCO B POSICION CORTA EN EUROS

UTILIDAD/PERDIDA



Elaborado por: Liliana Becerra Zubieta

Es decir que si el precio del mercado es mayor al precio forward la perdida seria para el vendedor, mientras que si ocurre al contrario el vendedor ganaría.

➤ **Forward sobre activos que no pagan intereses ni dividendos:**

Estos activos generalmente son materias primas que presentan una anomalía en el precio a plazo, producida entre otras razones porque el mercado no es un mercado eficiente ya que por ejemplo en el caso del petróleo, es imposible vender a corto plazo, puesto que no es posible pedirlo prestado y los usuarios que almacenen petróleo lo hacen porque las consecuencias de una falta de petróleo son terribles y por lo tanto no están dispuestos a prestarlo a nadie, además que su almacenamiento es muy costoso debido a la necesidad de contar con instalaciones especiales que cuenten con medidas de prevención contra incendios y contaminación. Este producto es relativamente barato por unidad de volumen a diferencia del oro.

Un Ejemplo<sup>10</sup>:

Hoy ( $t = 0$ ):

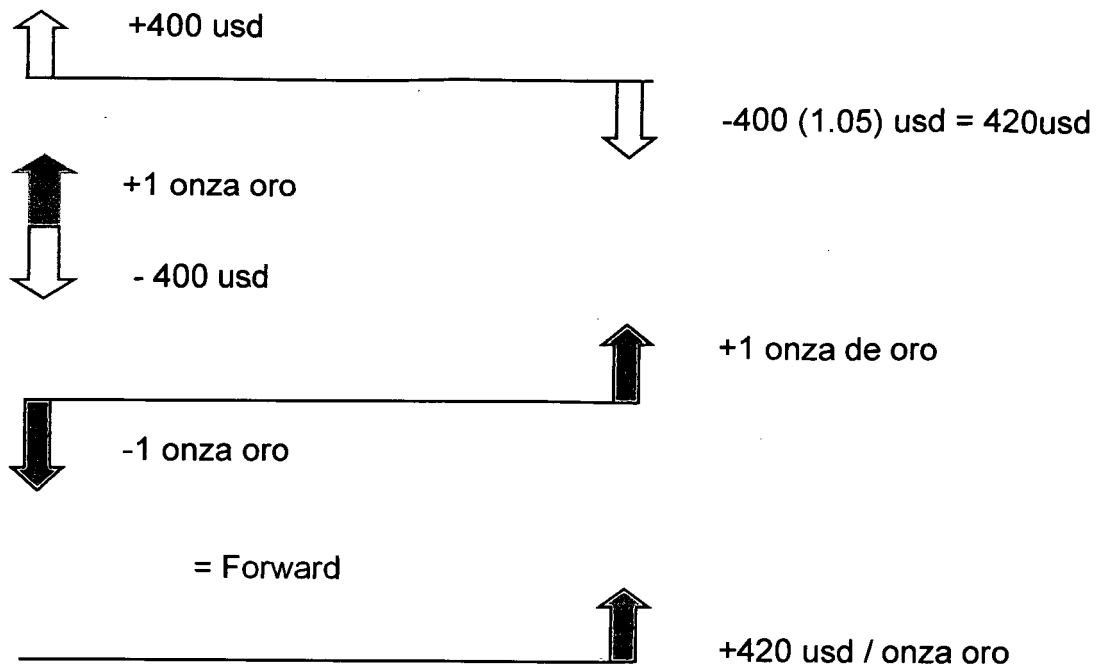
- Tomar un préstamo de \$ 400usd con plazo a un año al 5% (tasa pasiva)
- Comprar 1 onza oro en el mercado spot
- Colocar en custodia por 1 año la onza de oro (podía existir una comisión por la custodia, la cual en este ejemplo no lo tomaremos en cuenta)

Dentro de un año ( $t = 1$  año):

- Pagar el préstamo más los intereses respectivos, es decir, serían \$ 420
- Retirar el oro de custodia
- En efecto, se ha comprado una onza oro a un año plazo por \$ 420 dólares

---

<sup>10</sup> Tomado del profesor Mario Yopez.



Fuente: "Presentación Forwards" Realizado por Mario Yepez

### 2.2.2 Riesgos que incluyen los Forwards

1. Riesgo de crédito: se presenta cuando las contrapartes están poco dispuestas o imposibilitadas para cumplir sus obligaciones contractuales.
2. Riesgo de tasa de interés: Cuando se presentan fluctuaciones en las tasas de interés, lo que afecta el costo final de las transacciones.
3. Riesgo de tipo de cambio: este riesgo esta siempre presente por las monedas extranjeras continuamente se devalúan o revalúan frente a la moneda nacional.

### 2.2.3 Diferencia entre los precios futuros y los precios forwards

Si la tasa de interés libre de riesgo es constante y es la misma para todos los vencimientos, el precio forward con una fecha determinada de entrega es el mismo que el precio futuro con la misma fecha de entrega.

Cuando las tasas de interés varían de manera imprescindible, el precio de futuro y de forward ya no serán los mismos.

Tomando en cuenta que el precio Spot, esta directamente relacionado con la tasa de interés, el incremento del precio Spot provoca una ganancia al inversionista tenedor de una posición larga en un futuro por el procedimiento de valuación diaria. El aumento en el precio Spot tiende a ocurrir al mismo tiempo que las tasas suben, esta ganancia será invertida a una tasa más alta que el promedio. De igual manera, si el precio Spot disminuye, el inversionista obtendrá una pérdida que será financiada a una tasa más baja que el promedio.

Si es el caso de un tenedor de un forward no es afectado por estas variaciones en la tasa de interés, por lo tanto, si el precio Spot esta correlacionado de manera positiva con las tasas de interés, el precio de los futuros tiende a ser más alto que el precio forward. Cuando El precio Spot esta correlacionado de manera negativa con las tasas de interés, el precio forward tiende a ser más alto que el precio el futuro.

Los precios de futuros se desvían de los valores de paridad cuando la valuación diaria otorga una ventaja sistemática<sup>11</sup> a la posición larga o corta, para entender esto utilizaremos un ejemplo<sup>12</sup>: Si la valuación diaria tiende a favorecer a la posición larga (es la situación en la que se han comprado forwards), el precio futuro excederá al precio forward, porque la posición larga estará de acuerdo en pagar una prima por la ventaja ofrecida por la valuación. Un participante se beneficiara de la negociación diaria si recibe pagos cuando la tasa de interés es alta porque permite la inversión del resultado a una tasa alta y paga cuando la tasa de interés baja, por esto se prefiere una alta correlación entre el nivel de la tasa y los pagos recibidos de la valuación diaria.

---

<sup>11</sup> Que sigue o se ajusta aun sistema.

<sup>12</sup> Tomado de "Introducción a los Derivados" Jessica Anaya de la Rosa

- Cuando esta correlación es positiva entre la tasa de interés y los cambios en el precio del futuro, el precio justo del futuro deberá exceder el precio del forward.
- Cuando esta correlación es negativa significa que la valuación diaria favorece a la posición corta, es decir, que el precio del futuro si esta en equilibrio debe estar por debajo del precio forward.

La diferencia entre el precio de futuro y de forwards es considerablemente pequeña.

## **2.3 Opciones**

Una opción es un instrumento financiero que deriva su valor de un valor subyacente, como una acción, un bono o una hipoteca.

### **2.3.1 Contrato de Opciones**

Es un contrato entre dos partes a través del cual, el comprador adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender el Activo Subyacente a un precio pactado (Precio de Ejercicio<sup>13</sup>) en una fecha futura (Fecha de Liquidación). Dicho contrato se puede ejecutar en dos formas en la Fecha de Vencimiento, es decir, al Estilo Europeo o en cualquier momento antes de la Fecha de Vencimiento como es el Estilo Americano, según se hayan establecido previamente las Condiciones Generales de cada Contrato previamente. Puesto que la liquidación del Contrato puede realizarse por diferencias, la obligación de comprar y vender se puede sustituir en ese caso por la obligación de cumplir con la Liquidación por Diferencias. Por obtener este derecho, el comprador pagará una cantidad (Prima) al vendedor.

---

<sup>13</sup> El precio de ejercicio es aquél al que se podrá comprar o vender el activo subyacente de la opción si se ejerce el derecho otorgado por el contrato al comprador del mismo. El precio de ejercicio no es único, usted puede comprar/vender Opciones de compra y de venta a diferentes precios de ejercicio.

La Prima es la cantidad de dinero que el comprador de una Opción paga por adquirir el derecho de compra de venta. A su vez, esta misma cantidad de dinero (Prima) es la que recibe el vendedor de la Opción, obligándole en el caso de ejercicio, a vender (en el caso de una Opción Call) o comprar (para una Opción Put) las acciones al precio fijado que es el precio de ejercicio.

**“LA PRIMA ES EL PRECIO DE LA OPCIÓN CALL O PUT. LA PRIMA LA PAGA EL COMPRADOR DE OPCIONES, Y LA RECIBE EL VENDEDOR DE OPCIONES”<sup>14</sup>**

Lo que se negocia en el Mercado de Opciones es la Prima, los compradores y vendedores establecen diferentes precios de demanda y oferta de las Opciones, en base a sus expectativas sobre la evolución del precio de las acciones.

Por lo tanto, como en cualquier otro mercado, se trata de comprar barato y vender caro, es decir que si usted paga una prima de 40, intentará venderla a un precio superior y si vende a 40 intentará recomprarla a un precio inferior. Existe una gran variedad de Precios de Ejercicio y Vencimientos a disposición de compradores y vendedores potenciales para que ellos negocien las diferentes Primas.

Existen dos tipos básicos de opciones:

- Contrato de opción de compra (call).
- Contrato de opción de venta (put).

### **2.3.1.1 Opción Put**

Una opción de venta o PUT da al comprador el derecho, pero no la obligación de vender un determinado activo a un precio de ejercicio y en una fecha de liquidación ya previamente establecidos estos datos. El vendedor de la opción de venta tiene la obligación de comprar el activo en la fecha acordada y al precio pactado si el comprador decide ejercer la opción.

Utilizaremos un ejemplo<sup>15</sup> para entender mejor:

---

<sup>14</sup> “Fundamentos del Mercados de Derivados” Roberto Gómez López.

Una acción de la compañía ABC con un valor de ejercicio de \$300 dólares. Si el precio de la acción inmediatamente antes de la fecha de liquidación de la opción resultare ser mayor es de \$300, entonces nadie desearía vender la acción a ese precio y la opción de venta no tendría ningún valor. De la misma manera, si el valor de la acción resultare menor a \$300, convendría comprar la acción y luego venderla en \$300 ejerciendo el derecho de la opción de venta. En este caso el valor de la opción de venta en la fecha de liquidación es la diferencia entre los \$300 de la venta y el valor de mercado de la acción.

$$\text{Valor de la Opción de venta en su fecha de liquidación} = \text{Precio de ejercicio} - \text{Precio de mercado de la acción}$$

#### 2.3.1.1.1 Compra de una opción de venta (put)

La opción de venta da a su poseedor el derecho, pero no la obligación de vender una acción a cierto precio. Como el ejemplo anterior, si el precio de ejercicio de una *put* (X) sobre una acción de la compañía ABC es de \$300 y su cotización ( $S_t$ ) es de \$285, se podría comprar una acción a \$285 e inmediatamente ejercer la *put*, vendiendo la acción a \$300 con una utilidad de \$15 menos el precio de la *put* (P). Mientras el precio siga disminuyendo será mejor. Pero si fuera al contrario el precio de ABC esta aumentando más de \$300 no se producirá ningún beneficio, no se ejercerá la opción y se habrá perdido el precio de la *put*. De esta manera el perfil de riesgo se puede expresar de la siguiente manera:

| Escenario    | Beneficio       |
|--------------|-----------------|
| $S_t \geq X$ | - P             |
| $S_t < X$    | - X - $S_t$ - P |

---

<sup>15</sup> Tomado del Libro "Futuros, Opciones y Swaps" Moisés Tacle G.

Donde:

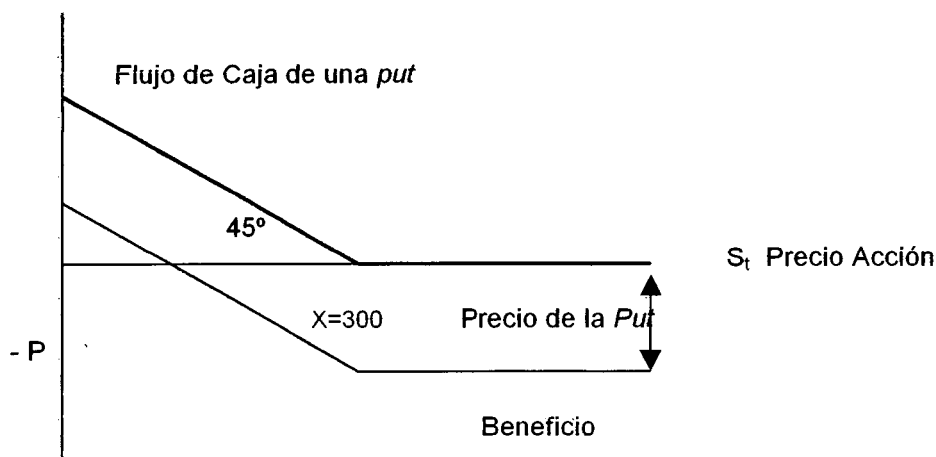
$S_t$  = Precio de la acción al vencimiento de la opción

$X$  = Precio de ejercicio de la opción

$P$  = Precio de la opción de venta o *put*

## Grafico 2. Perfil de riesgo de comprar una *put*

Resultado



Fuente: "Futuros, Opciones y Swaps" Moisés Tacle G.

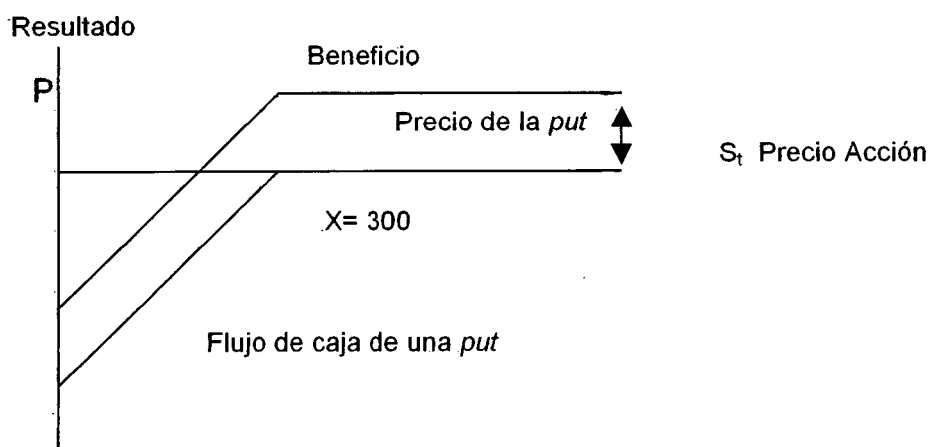
En este caso existe un enorme potencial de ganancias y pérdidas limitadas al precio de la *put*. Se gana cuando el precio de la acción disminuye, el máximo límite de la ganancia es el precio del ejercicio de la opción, es decir, si la acción llegara a valer cero la ganancia nunca excedería el precio del ejercicio.

### 2.3.1.1.2 Venta de una opción de venta (*put*)

En este caso las pérdidas pueden llegar a ser infinitas hasta un -100%, pero las ganancias se limitan al precio de la *put*. El perfil de riesgo es totalmente lo contrario al anterior.



### Grafico 3. Perfil de riesgo de vender una *put*



Fuente: "Futuros, Opciones y Swaps" Moisés Tacle G.

Para entender mejor la opción Put utilizaremos un ejemplo<sup>16</sup>:

En la siguiente tabla se reflejan algunas de las cotizaciones de las opciones put sobre la acción de la compañía Telefónica, negociadas en MEFF<sup>17</sup> en un momento dado del día 12 de septiembre.

<sup>16</sup> Tomado del libro "Opciones y futuros financieros" Ramón Adell, Remedios Romeo García

<sup>17</sup> MEFF es el mercado oficial español de futuros y opciones sobre activos de renta fija y renta variable.

**Tabla 2. Opciones de venta (Put)**

| FECHA DE VENCIMIENTO | PRECIO DE EJERCICIO | PRIMA |
|----------------------|---------------------|-------|
| .                    | .                   | .     |
| .                    | .                   | .     |
| .                    | .                   | .     |
| 15 Septiembre        | 1800                | 31    |
| .                    | .                   | .     |
| .                    | .                   | .     |
| .                    | .                   | .     |
| 15 Diciembre         | 1700                | 27    |
| 15 Diciembre         | 1750                | 38    |
| .                    | .                   | .     |
| .                    | .                   | .     |
| .                    | .                   | .     |

Fuente: Opciones y futuros financieros" Ramón Adell, Remedios Romeo García

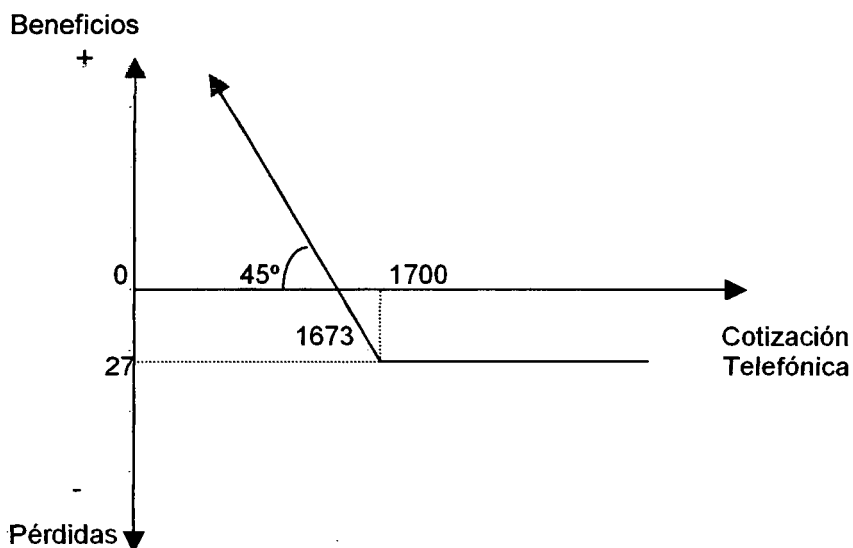
De acuerdo con la definición de put, el comprador pagaría una prima de 27 pesetas al vendedor de la opción por tener derecho a vender una acción de Telefónica por 1.700 pesetas el día 15 de diciembre. El vendedor de la opción percibiría la prima y se comprometería a comprarle al comprador del put la acción de Telefónica a 1700 pesetas en esa misma fecha.

¿En que condiciones el comprador del put ejercerá su derecho a vender la acción de Telefónica el día del vencimiento? Evidentemente, siempre que en ese día la acción de Telefónica cotice por debajo del precio de de ejercicio. En el caso contrario el comprador del put no ejercerá su derecho.

¿Qué sucede con el vendedor de la opción cuando el comprador ejerce su derecho en día del vencimiento? Este deberá cumplir con su obligación de comprar la acción de Telefónica a 1700 pesetas a pesar de que esta cotiza a un precio inferior en el mercado de contado o Spot.

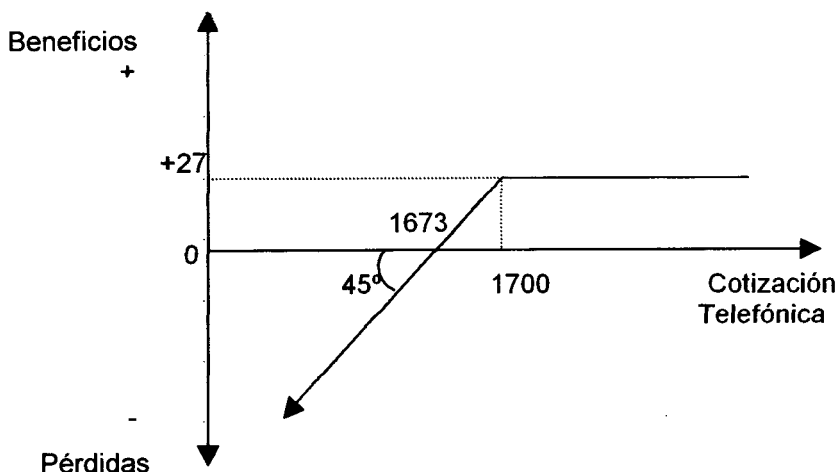
En los siguientes gráficos se ilustran las posiciones del comprador y del vendedor del put. En el eje de las abscisas se representan los distintos posibles precios de la acción de Telefónica el 15 de diciembre y en el eje de las ordenadas las pérdidas o ganancias que registrarían cada una de las partes contratantes el día del vencimiento del contrato.

**Grafico 4. Compra de put**



Fuente: Opciones y futuros financieros" Ramón Adell, Remedios Romeo García

### Grafico 5. Venta de put



Fuente: Opciones y futuros financieros" Ramón Adell, Remedios Romeo García

El comprador del put ejerce su derecho siempre que la acción cotice por debajo de 1700 pesetas; la ganancia es neta cuando el precio de la acción inferior a 1673 pesetas; el punto de break-even (ni pérdida ni ganancia) está en 1673 pesetas porque con este precio el comprador del put recupera exactamente la prima pagada al vendedor. Para valores de la acción por encima de 1700 pesetas el comprador no ejerce el derecho y registra una pérdida equivalente a la prima pagada. Por consiguiente, el comprador de una opción put puede tener unas ganancias ilimitadas y unas pérdidas ilimitadas al importe de la prima.

El vendedor del put tendrá una posición de pérdidas y ganancias simétrica a la descrita para el comprador. El vendedor registra pérdidas cuando el precio de la acción cotiza por debajo de 1673 pesetas. Estas pueden ser ilimitadas hasta un máximo igual al precio de ejercicio; la ganancia máxima se reduce a la prima cobrada de 27 pesetas y el punto de break-even equivale a un precio de la acción de 1673 pesetas.

### 2.3.1.2 Opción Call

Una opción de compra o CALL es un contrato por el que el comprador tiene el derecho pero no la obligación de comprar un determinado activo subyacente a un precio de ejercicio y en una determinada fecha de liquidación. El vendedor tiene la obligación de vender el activo subyacente en la fecha determinada y al precio acordado.

Con un ejemplo<sup>18</sup> se entenderá mejor:

Una acción de la empresa ABC antes de su liquidación puede ser ejercitada en \$200. Si el precio de la acción antes del vencimiento de la opción resulta ser menor que \$200, entonces nadie pagara \$200 para obtener esta acción ejerciendo la opción de compra. En este caso la opción simplemente no tendría ningún valor habría que descartarla. Por otro lado, si el precio de la acción resultare ser mayor que los \$200, convendría utilizar el derecho que nos otorga la opción de compra y comprar la acción en \$200. En este caso, la opción valdría el valor de mercado de la acción menos los \$200 que tuvimos que pagar para adquirirla.

$$\text{Valor de la Opción de compra en su fecha de liquidación} = \text{Valor de mercado de la acción} - \text{Precio de ejercicio de la opción}$$

#### 2.3.1.2.1 Compra de una opción de compra (call)

Para esto Seguiremos con el ejemplo anterior. Compramos una opción con un precio de ejercicio (X) de \$200, cada vez que el precio de la Acción ( $S_t$ ) alcance un valor superior al de \$200 se obtendrá un beneficio, ya que podremos ejecutar la opción pagando los \$200 y obtener una acción de la empresa ABC la cual se podrá vender inmediatamente a un precio superior en el mercado

---

<sup>18</sup> Tomado del Libro "Futuros, Opciones y Swaps" Moisés Tacle G.

contado (Spot). Pero en el caso de que el precio de la acción ( $S_t$ ) desciende por debajo de \$200 no se ejercerá la opción, puesto que no tendría ningún sentido comprar una acción a \$200 si en el mercado Spot esta a menor precio. En este caso se habrá perdido el costo de la opción ( $C$ ), lo que se había pagado por ella.

Es decir que para el comprador *call* los beneficio pueden ser infinitos y las perdidas solo alcanzarían el costo de la opción. El perfil de riesgo/rentabilidad de la *call* seria:

| Escenario    | Beneficio     |
|--------------|---------------|
| $S_t > X$    | $S_t - X - C$ |
| $S_t \leq X$ | $-C$          |

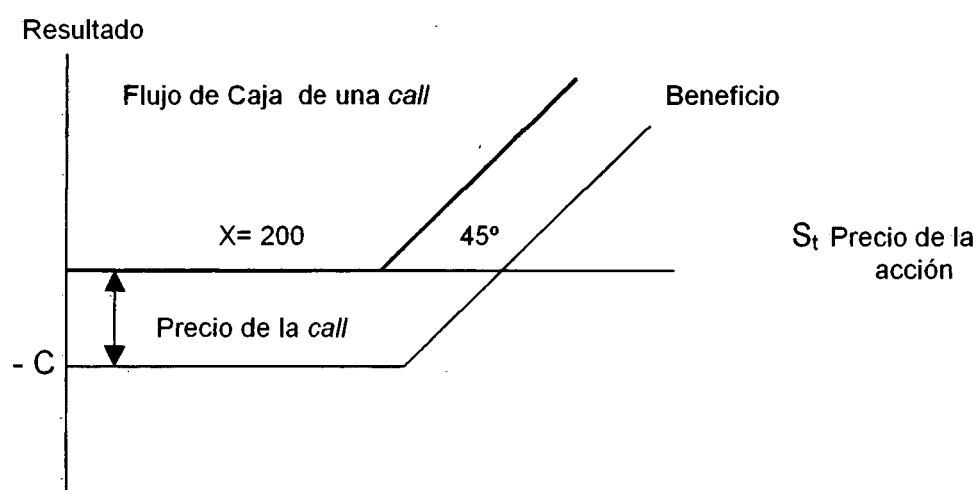
Donde:

$S_t$  = Precio de la acción al vencimiento de la opción

$X$  = Precio de ejercicio de la opción

$C$  = Precio de la opción de compra a *call*

**Grafico 6. Perfil de riesgo de la compra de una *call***



Fuente: "Futuros, Opciones y Swaps" Moisés Tacle G.

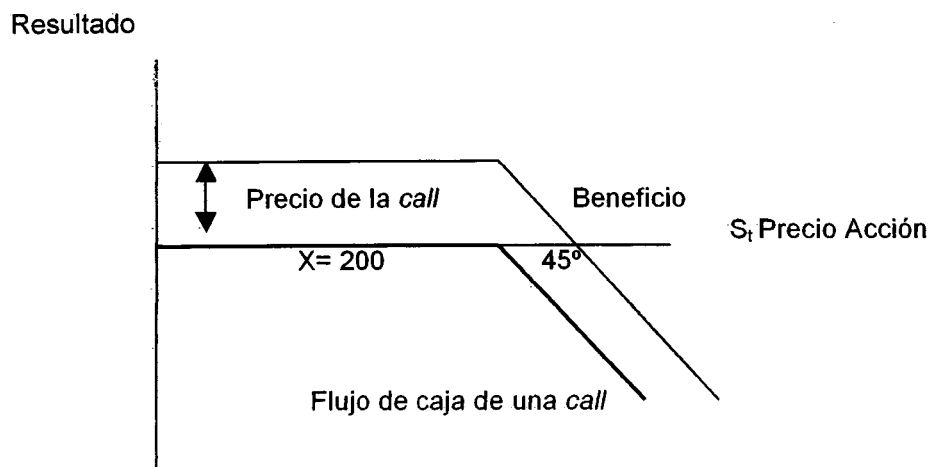
En el eje horizontal podemos ver el precio de la acción ( $S_t$ ) y en el eje vertical el beneficio o ganancia obtenido por la opción. La línea delgada representa el beneficio obtenido correspondiente a la compra de la *call*. La línea gruesa representa el mismo perfil si no se tiene en cuenta el precio pagado por la opción *call*. Las pérdidas quedan reducidas al precio de la *call* (C), sin importar el escenario. La ganancia esta dada a partir del precio del ejercicio (\$200), por cada dólar que aumenta el precio de la acción aumentara en igual medida la ganancia.

#### 2.3.1.2.2 Venta de una opción de compra (call)

El vendedor de una *call* tiene la obligación de vender la acción en este caso de la empresa ABC al precio de ejercicio \$200, sin importar el precio actual de ese momento. Si el precio de la acción es superior a \$200 se vera obligado a vender a \$200 la acción que en el mercado valdría mucho mas. Su pérdida se establece de acuerdo a cuanto sube el precio de la acción, es decir, que sus pérdidas pueden llegar a ser infinitas. Pero si el precio de la acción es inferior a \$200 la opción no se ejercerá y el vendedor y el vendedor ganara el precio que cobro por la venta de la opción (C), en este caso su pérdida consistiría en lo que “dejo de ganar”, si el vendedor poseía previamente la acción de ABC. En caso de no tener la acción, las pérdidas serán reales, ya que se vera en la obligación a comprar al precio del mercado (el cual será mayor) para volverla a vender a un precio mas bajo. Es decir:

| Escenario    | Beneficio        |
|--------------|------------------|
| $S_t > X$    | $-(S_t - X - C)$ |
| $S_t \leq X$ | C                |

## Grafico 7. Perfil de riesgo de la compra de una *call*



Fuente: "Futuros, Opciones y Swaps" Moisés Tacle G.

Para entender mejor la opción Put utilizaremos un ejemplo<sup>19</sup>:

En la siguiente tabla se reflejan algunas de las opciones call sobre la acción de la compañía Telefónica, negociadas en MEFF, en un momento dado del día 12 de septiembre.

<sup>19</sup> Tomado del libro "Opciones y futuros financieros" Ramón Adell, Remedios Romeo García



**Tabla 3. Opciones de compra (Call)**

| FECHA DE VENCIMIENTO | PRECIO DE EJERCICIO | PRIMA |
|----------------------|---------------------|-------|
| .                    | .                   | .     |
| .                    | .                   | .     |
| .                    | .                   | .     |
| 15 Septiembre        | 1700                | 75    |
| 15 Septiembre        | 1750                | 24    |
| .                    | .                   | .     |
| .                    | .                   | .     |
| .                    | .                   | .     |
| 15 Diciembre         | 1800                | 67    |
| 15 Diciembre         | 1850                | 52    |
| .                    | .                   | .     |
| .                    | .                   | .     |
| .                    | .                   | .     |

Fuente: Opciones y futuros financieros" Ramón Adell, Remedios Romeo García

Esta es la compra-venta de opciones negociadas en un mercado organizado con MEFF todos los términos del contrato (excepción de la prima) estandarizado, quedando recogidos en las especificaciones del mismo. Así, en los contratos de opción sobre Telefónica el vencimiento tiene lugar, por decisión discrecional de MEFF, al tercer viernes de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. En cuanto a los precios de ejercicio éstos varían de 50 en 50 pesetas.

Por lo tanto, en nuestro ejemplo sencillo, extraído de una sesión de mercado, el comprador del call tiene varias posibilidades: la de comprar una opción con vencimiento en septiembre y precio de ejercicio de 1700 o 1750 pesetas y también la posibilidad de comprar el vencimiento de diciembre y con el precio de ejercicio de 1800 o 1850 pesetas.

En definitiva, el comprador de call pagaría una prima de 75 pesetas al vendedor de la opción por tener derecho a comprar un acción de Telefónica por 1700 pesetas el día 15 de septiembre. El vendedor de la opción percibiría la

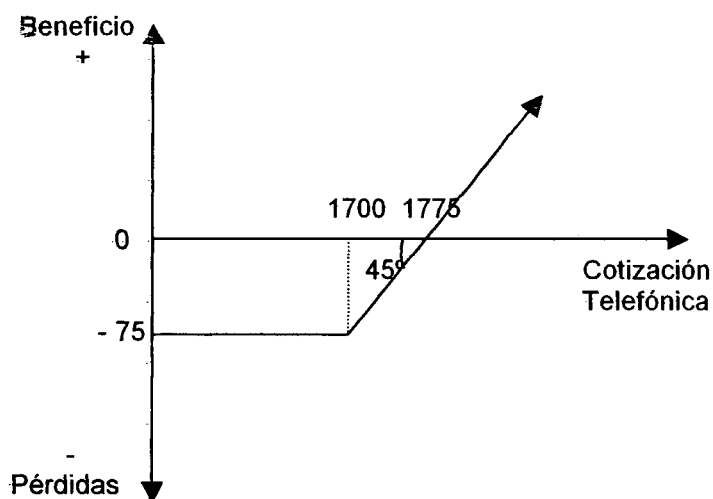
prima y se comprometería a venderle al comprador del call la acción de Telefónica a 1700 pesetas en esa misma fecha.

¿En qué condiciones el comprador del call ejercerá su derecho a comprar la acción de Telefónica el día del vencimiento? Evidentemente, siempre que en ese día la acción de Telefónica cotice por encima del precio de ejercicio. En el caso contrario el comprador del call no ejercerá su derecho.

¿Qué sucede con el vendedor de la opción cuando el comprador ejerce su derecho el día del vencimiento? Este deberá cumplir con su obligación de vender la acción de Telefónica a 1700 pesetas a pesar de que esta cotiza a un precio superior en el mercado de contado o Spot.

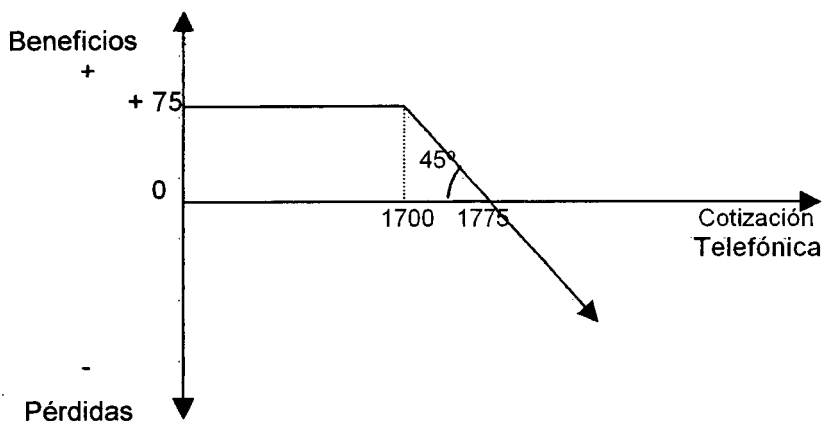
En los siguientes gráficos se ilustran las posiciones del vendedor y del comprador de call.

**Gráfico 8. Compra de call**



Fuente: Opciones y futuros financieros" Ramón Adell, Remedios Romeo García

### Grafico 9. Venta de call



Fuente: "Opciones y futuros financieros" Ramón Adell, Remedios Romeo García

En el eje de las abscisas se representan los distintos posibles precios de la opción Telefónica el 15 de septiembre y en el eje de las ordenadas las pérdidas o ganancias resultantes el día del vencimiento del contrato.

El comprador del call ejerce su derecho siempre que la acción cotice por encima de 1700, su ganancia es neta cuando el precio de la acción supera las 1775 pesetas; el punto de break-even (ni pérdida ni ganancia) está en 1775 pesetas porque con este precio el comprador del call recupere exactamente la prima pagada al vendedor. Para valores de la acción por debajo de 1700 pesetas el comprador no ejerce el derecho y registra una pérdida equivalente a la prima pagada. Por consiguiente el comprador de una opción call puede tener unas ganancias ilimitadas y unas pérdidas limitadas al importe de la prima.

El vendedor del call tendrá una posición de pérdidas y ganancias simétrica a la descrita para el comprador. Las pérdidas pueden ser ilimitadas cuando el precio de la acción cotiza por encima de 1775 pesetas; la ganancia máxima se reduce a la prima cobrada de 75 pesetas y el punto de break-even equivale a un precio de la acción de 1775 pesetas.

### 2.3.2 Diferencias entre los Contratos de Opciones y los Contratos de Futuros

Una de las diferencias entre los contratos de futuros y de las opciones, es que el comprador de la opción tiene el derecho más no la obligación de ejercer la opción. El vendedor de la de la opción tiene la obligación de realizar, si el comprador de la opción insiste en ejercerla.

En un contrato de futuros tanto el comprador como el vendedor están obligados a realizar, es decir, que un comprador de futuros no paga al vendedor para aceptar la obligación, mientras que un comprador de opciones paga al vendedor un precio de opción.

La relación *riesgo/recompensa* también es muy diferente entre estos dos instrumentos financieros.

- En el caso de futuros, el comprador del contrato realiza una ganancia dólar por dólar, cuando el precio del contrato de futuros aumenta, y sufre una pérdida de dólar por dólar cuando el precio del contrato cae. En el caso del vendedor ocurre de forma opuesta.
- En el caso de las opciones no es una relación simétrica de *riesgo/recompensa*. Lo máximo que pierde el comprador es el valor de la opción, aunque el vendedor retiene todos los beneficios potenciales, la ganancia es siempre reducida por la cantidad del precio de la opción. La ganancia máxima del vendedor es el precio de la opción, esto es compensado por el riesgo sustancialmente menor.

Esta diferencia entre las opciones y los futuros es demasiado importante y debe ser muy clara porque de esta forma un inversionista podría utilizar los futuros para protegerse contra el riesgo simétrico y las opciones contra el riesgo asimétrico.

## 2.4 Swaps

El swap o permuta financiera es un producto financiero que se utiliza para reducir el costo y el riesgo de la financiación de una empresa, o para superar las barreras de los mercados financieros. El swap surge en el momento en que cada una de las dos partes integrantes del acuerdo puede acceder a un mercado determinado (de divisas o de intereses, etc.) en mejores condiciones que la otra. Esta ventaja comparativa es entonces compartida entre las partes e intermediarios de la operación con el propósito de reducir sus costos financieros.

En definitiva el swap es una transacción financiera en la que dos partes contractuales acuerdan intercambiar flujos monetarios en el tiempo. El objeto es mitigar las variaciones de las monedas y de los tipos e interés. Las facilidades de intercambio que proporcionan las operaciones swaps permiten a dos o más partes intercambiar el beneficio de las respectivas ventajas que cada una de ellas puede obtener sobre los diferentes mercados. Para ello las partes deben tener interés directo o indirecto en intercambiar la estructura de sus deudas y, al mismo tiempo, cada parte obtiene, gracias al swap, un costo financiero mas bajo en su obligación.

El mercado de los swaps ha experimentado un crecimiento notorio por la variable de diferencias estructurales e institucionales entre los mercados financieros, entre las cuales se pueden nombrar las siguientes:

- El mayor o menor acceso a la financiación en una divisa determinada.
- La dificultad de obtener fondos a tasas de interés fijo, que contrasta con la facilidad de obtenerlos a tasa variable por otras personas o instituciones.
- La disponibilidad de créditos en una divisa determinada con la dificultad de los mismos en otro tipo de divisas.

- La necesidad de evitar las largas filas en mercados financieros en donde el flujo de nuevas emisiones tiende a agotarlo.
- La existencia de falta de liquidez para prestatarios primarios en un determinado mercado.
- La imposibilidad de obtención de vencimiento a más largo plazo en ciertos mercados.

#### **2.4.1 Riesgo de los SWAPS**

En las operación con swaps el riesgo esta determinado por la perdida que podría sufrir una parte por incumplimiento de su contraparte o por defecto del acuerdo de permuta financiera. Se clasifica en tres categorías:

- Riesgo de crédito: Representa la probabilidad de que la contraparte no cumpla con sus obligaciones de acuerdo a los términos previamente establecidos.
- Riesgo de mercado o sistemático: Se refiere a la incertidumbre de las variaciones de las tasas de interés. A mayor plazo del vencimiento del swap, mayor será el riesgo del mismo.
- Riesgo de desacuerdo: Se relaciona con las dificultades asociadas a que ciertos términos del contrato swap estén equivocados.

Las perdidas (o ganancias) en el caso de incumplimiento de un contrato swap dependerán de las variaciones de la tasa de interés, si esta se incremento impulsara el alza del valor del swap para el pagador fijo, al mismo tiempo reduce su valor para el pagador de tasa variable. En este caso el pagador de tasa fija perdería porque al entrar en un nuevo swap sustitutorio la nueva tasa fija seria mayor que la que estaba pagando. En el caso contrario de que la tasa de interés disminuya, el pagador de tasa variable es quien sufrirá una perdida si el pagador de tasa fija incumple sus pagos. Esta perdida se debe

## 2.4.2 Clasificación de los Swaps

Los *swaps* se dividen en:

➤ **Swaps de tipos de interés:** es un contrato financiero entre dos partes que desean un cambio de derivados de pagos o cobros de obligaciones, que se encuentren en activo, a diferentes bases, sin existir traspaso del principal y operando en la misma divisa. Cada uno paga los interés de la deuda del otro, excluyendo del acuerdo la amortización del principal, que no cambia de mano. Resumiendo, lo importante de este tipo de swap, son cuatro cosas:

1. Intercambio de intereses sobre deudas.
2. Los intereses tienen diferentes bases: por ejemplo, unos tendrán el tipo fijo y otros flotante o variable.
3. No se produce intercambio del principal de las deudas.
4. Se opera en la misma divisa.

El objetivo de un swap de tipo de interés al que también se le conoce como *coupon swap* o como *plan vainilla*, es el de optimizar el costo pero en términos de tipo de interés, colocando los recursos financieros aprovechando las diferencias de calidad crediticia (*ratings*) de los intervinientes en cada uno de los mercados y en la mejor explotación de las imperfecciones de los mismo.

El swap de tipo de interés tiene fecha de expiración y provee pagos semianuales generalmente. La cantidad de intereses (calculada a una tasa fija o flotante) a pagarse se basa en un principal previamente acordado entre las partes llamado *principal teórico* y que nunca cambia de manos. Las dos partes no intercambian la cantidad total de los pagos de intereses, realmente cada pago se transfiere una cantidad suficiente para cubrir la diferencia neta en los pagos de intereses prometidos.

Por ejemplo<sup>20</sup>, supongamos que la parte A necesita financiamiento a 10 años. La parte A tiene acceso a un financiamiento a tasa flotante comparativamente barata pero desea pagar tasa fija. Con el propósito de ilustrar el ejemplo, suponga que la parte A puede pedir prestado a una tasa variable de LIBOR + ½% (50 puntos base a 6 meses), o a una tasa fija semestral de 11.50%. Como sucede normalmente, la parte B también tiene necesidad de financiamiento a 10 años. La parte b tiene acceso a un financiamiento comparativamente más barato a tasa fija, pero desea pagar tasa flotante con propósito de ilustración, supongamos que la parte B puede pedir prestado a una tasa semestral fija de 10.5% y una tasa flotante de LIBOR a 6 meses.

El agente intermediario esta listo para entregar al swap, ya sea pagando tasa fija (recibiendo tasa variable), o pagando una tasa variable (recibiendo tasa fija).

En ambos casos, la tasa variable del agente es la tasa LIBOR para este caso específico si el agente paga tasa fija pagara un cupón swap de 10.70% semestral contra la tasa LIBOR a 6 meses. Si el agente es un receptor de tasa fija requiere un cupón swap de 10.75% semestral en contra del LIBOR a seis meses.

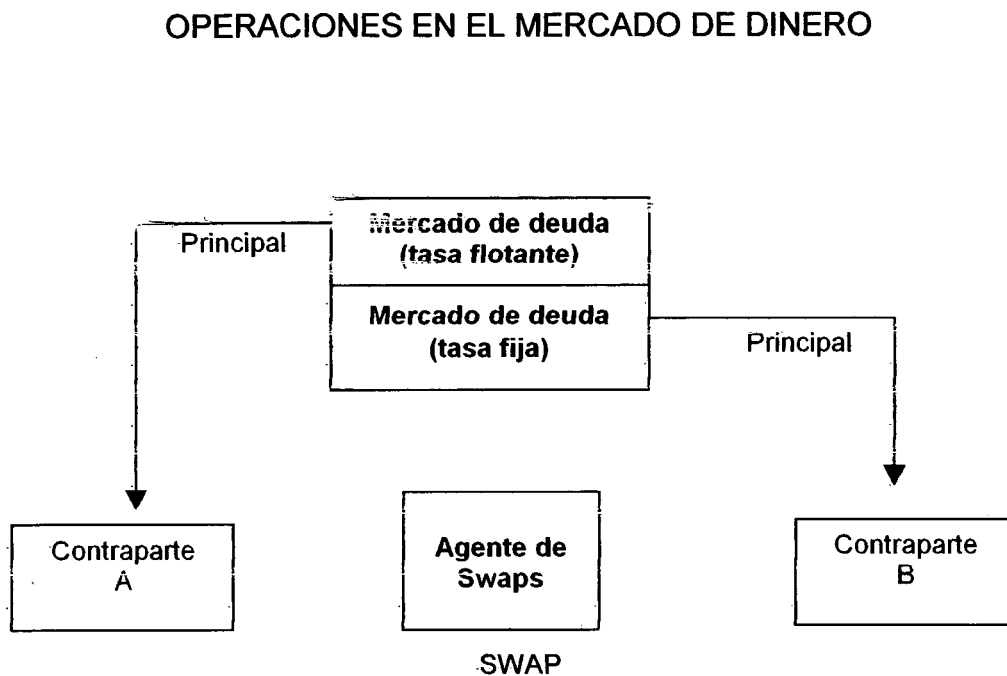
El participante llamado contraparte A entra al swap con el agente pagando tasa fija y e participante llamado contraparte B entra al swap con el agente recibiendo tasa fija. Dado que no hay intercambio de principales en estos swaps, hay todavía tres tipos de intercambio, si incluimos los préstamos que se realizan en el mercado de dinero. La disposición completa de los flujos de efectivo se muestra en las siguientes figuras.

---

<sup>20</sup> Tomado del Libro "Como entender los Swaps"

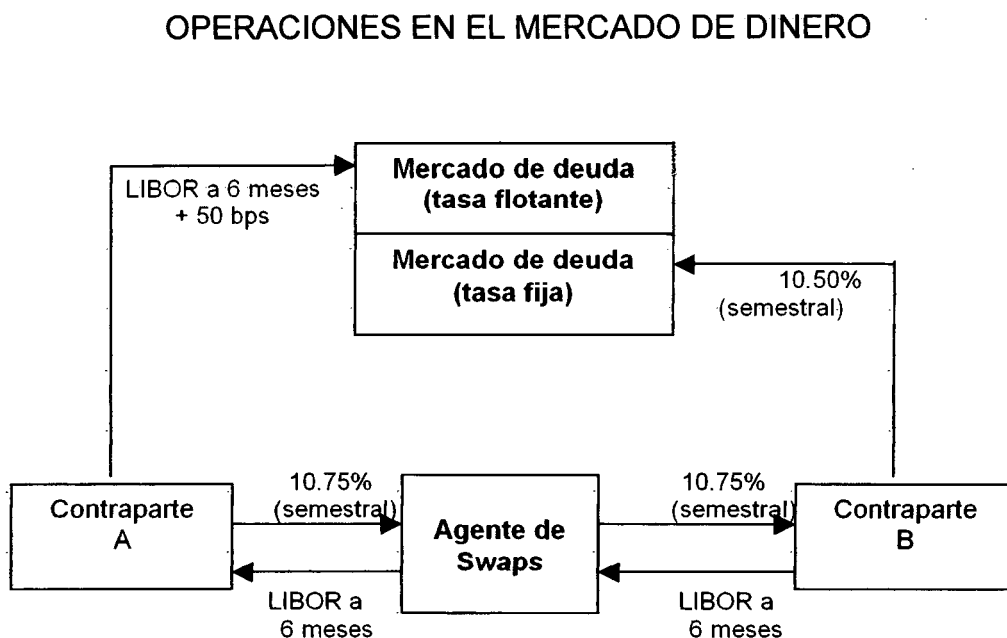


**Figura 1. Swap de tasa de interés con operaciones en el mercado de dinero (préstamo inicial de principales).**



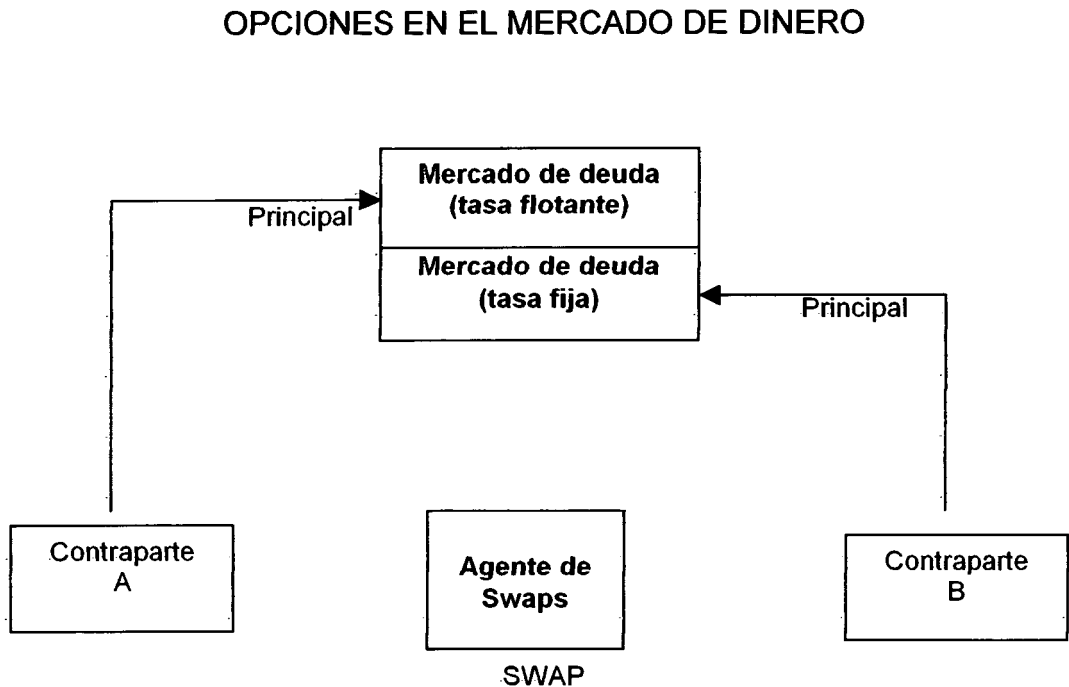
**Fuente: “Como entender los Swaps” Marshall, Jhon F. Kenneth r. Kapner**

**Figura 2. Swap de tasa de interés con operaciones en el mercado de dinero (pagos de servicio de la deuda con pagos de servicio del swap).**



**Fuente: "Como entender los Swaps" Marshall, Jhon F. Kenneth r. Kapner**

**Figura 3. Swap de tasa de interés con operaciones en el mercado de dinero (repago de principales).**



**Fuente:** “Como entender los Swaps” Marshall, Jhon F. Kenneth r. Kapner

Examinemos la Figura 2. Observe que la contraparte A paga la tasa LIBOR más de 50 puntos base en una obligación dentro del mercado de dinero al que tiene acceso con ventajas y recibe la tasa LIBOR de la gente. Los componentes de la tasa LIBOR de estos pagos están, por tanto, compensados. La otra obligación de la contraparte A esta en pagar a la gente el 10.75%. Después de los ajustes debidos a las diversas convenciones de días contables y de valores que se emplean con base en los bonos y en las rentabilidades de los mercados de dinero, la contraparte A tiene un costo final de 11.257% semestral. El calculo se muestra en el siguiente cuadro. Dado que el préstamo directo a tasa fija en el mercado de dinero le hubiera costado a al contraparte A un 11.50%, resulta claro que esta se ha beneficiado en 24.3 puntos base a la ver empleado el swap.

## CALCULO DEL COSTO FINAL DE LA CONTRAPARTE A

Costo de la obligación del mercado: LIBOR + 50 puntos base

Tasa flotante menor recibida: LIBOR

Costo neto diferencial: 50 puntos base en el mercado de dinero

Ajuste por días en el año considerados

en cada mercado (MMY<sup>21</sup> a BEY<sup>22</sup>):  $50 * \left( \frac{365}{360} \right) = 50.7$  puntos base  
(base de bonos)

Mas el cupón del swap: 10.75 %

Costo final de financiamiento: 10.257% semestral

La contraparte B esta pagando una tasa fija de 10.50% en el préstamo que ha realizado en su mercado de dinero, y esta recibiendo un 10.70% con el swap. Por lo tanto, la contraparte B esta arriba en 20 puntos base. Adicionalmente, la contraparte B esta pagando a la gente de swap la tasa LIBOR. Después de los ajustes por la diferencia entre las bases del mercado de dinero y las bases del mercado de bonos, el costo final de la deuda de la contraparte B es LIBOR – 19.7 puntos base. El cálculo se muestra a continuación. Son 19.7 puntos base menos, que la contraparte B, hubiera tenido que pagar si hubiese contratado su préstamo directamente a tasa flotante.

---

<sup>21</sup> MMY significa rentabilidad del mercado de dinero (base de mercado de dinero).

<sup>22</sup> BEY significa rentabilidad equivalente en bonos (base de bonos).

## CALCULO DEL COSTO FINAL DE LA CONTRAPARTE A

Costo de la obligación del mercado: 10.50% semestral

Tasa fija mínima recibida: 10.70% semestral

Diferencial de costo neto: - 20 puntos base (base de bonos)

$$\text{Ajuste BEY a MMY: } -20 * \left( \frac{360}{365} \right) = -19.7 \text{ puntos base (MMY)}$$

Más el cupón del swap: LIBOR

Costo final de financiamiento: LIBOR a seis meses -19.7 bps

Observe, además que el agente gana 5 puntos base por sus servicios de intermediación. Estos 5 puntos base son la diferencia entre el cupón recibido de la contraparte A y el cupón pagado a la contraparte B.

- **Swaps sobre activos:** transforman efectivamente un activo en algún otro tipo de activo financiero como la conversión de un bono con cupón de tasa fija en un bono con cupón de tasa flotante. La conversión resulta en valores sintéticos debido a los efectos del swap.

Estos instrumentos son usualmente considerados en conexión con el manejo e portafolios de valores financieros y son mecanismos de bajos costos para cambiar las características de los valores individuales o de las carteras de inversiones. El valor de un portafolio, y el de cualquiera de los bonos que lo integran, fluctúa con las variaciones de las tasas de interés, tendiendo a caer en la medida que las tasas de mercado suben y viceversa. La sensibilidad al riesgo de las tasas de interés es medida por la *duración* de un portafolio, la cual se basa en el calendario y tamaño de sus flujos de caja.

Se puede extender la duración del portafolio, incrementando su volatilidad con respecto a movimientos de la tasa de interés, contratando swaps sobre activos para recibir flujos de efectivo a una tasa fija y pagar

flujos de efectivo a una tasa flotante. Para proteger un portafolio de las variaciones de las tasas de interés entrando en swaps sobre activos que permitan realizar pagos a una tasa fija y recibir flujos de caja a una tasa flotante

➤ **Swaps de divisas:** Es un contrato entre dos partes que desean intercambiar su principal, en diferentes monedas, por un periodo de tiempo acordado. Al vencimiento, los principales son intercambiados a la tasa de cambio spot original. Durante el periodo del acuerdo, las partes pagan sus intereses recíprocos (si los intereses son fijos para una parte y variables para la otra, recibe el nombre de *plain vanilla currency swap*, que es el caso mas general). Este tipo de swap, en el que se transfiere el principal aprovechando las ventajas relativas que se dispone cada parte en el mercado primario en el que emite, tiene las siguientes características:

1. No existe nacimiento de fondos
2. Rompe las barreras de entrada en los mercados internacionales.
3. Involucra a partes cuyo principal es de la misma cuantía.
4. El costo del servicio resulta menor que sin la operación swap.
5. Tiene forma contractual que obliga al pago de los intereses recíprocos
6. Retienen la liquidez de la obligación
7. Se suele realizar a través de intermediarios

Un swap de divisas es viable siempre y cuando una contraparte tenga acceso comparativamente mas barato a una divisa que lo que pueda tener otra contraparte. Como ejemplo<sup>23</sup>, suponga que la contraparte A puede pedir prestados marcos alemanes a una tasa fija de 9% a 7 años, y que también puede pedir prestados dólares a 7 años a una tasa variable igual al LIBOR anual. La contraparte B, por otro lado, puede

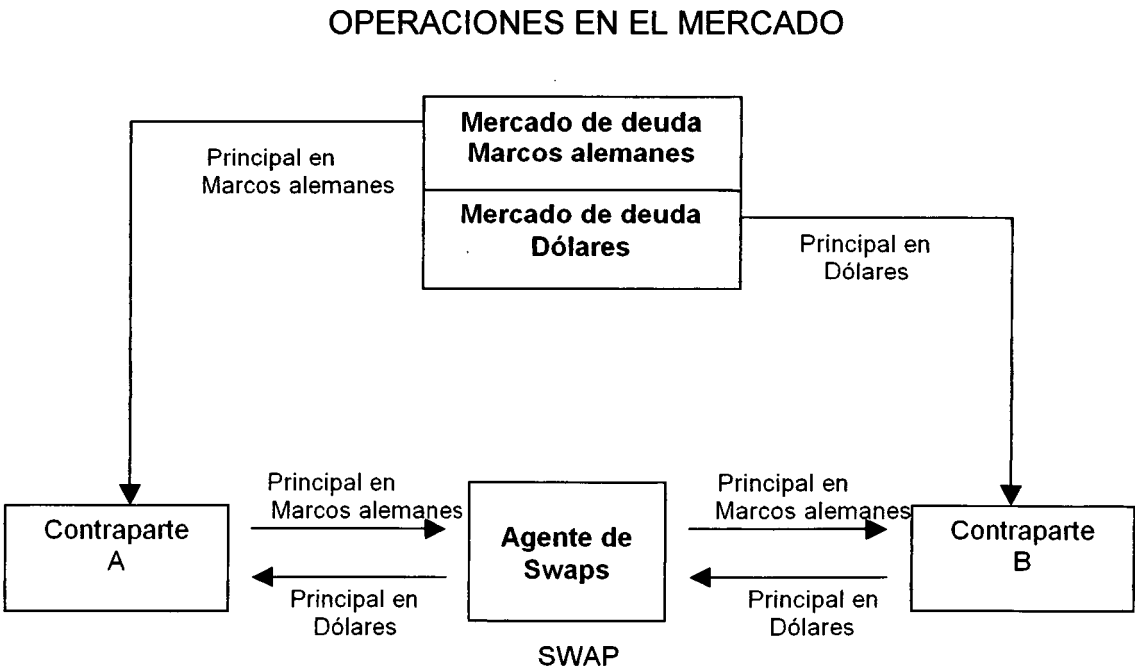
---

<sup>23</sup> Tomado del Libro "Como entender los Swaps"

pedir prestados marcos alemanes a 7 años a una tasa de 10.1%, y también puede pedir prestados dólares a tasa variable a 7 años a una tasa de un año LIBOR, como sucede, la contraparte A necesita financiamiento en dólares a tasa variable, y la B necesita financiamiento en marcos a tasa fija.

Ahora suponga que tenemos a un agente que hace swaps de marcos alemanes a dólares. Normalmente, estará preparado para pagar una tasa fija de 9.45% por los marcos en contra de la tasa LIBOR, al año y también estará preparado a pagar la tasa LIBOR a un año en contra de una tasa fija de 9.55% sobre los marcos. Las contrapartes piden en sus respectivos mercados de dinero –la contraparte A pide prestados marcos alemanes a tasa fija y la contraparte B pide prestados dólares a tasa variable- y después ambas partes entran en un swap con el agente, como muestra la Figura 4 los préstamos iniciales en los mercados de dinero y el intercambio inicial de los principales al comienzo del swap.

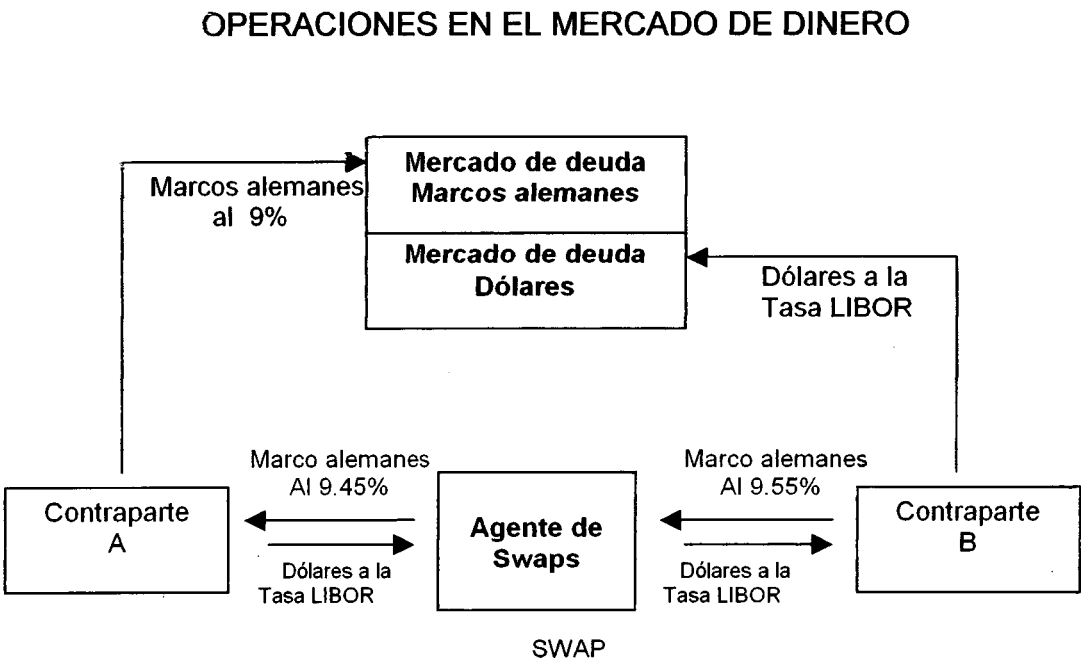
**Figura 4. Swap de divisas con operaciones del mercado de dinero  
(préstamos e intercambios iniciales de principal nocional).**



**Fuente: “Como entender los Swaps” Marshall, Jhon F. Kenneth r. Kapner**

La Figura 5 muestra el servicio de la deuda que se genera en los mercados de dinero y los intercambios de pagos de interés por el swap.

**Figura 5. Swap de divisas con operaciones en el mercado de dinero  
(servicio de la deuda con pagos del swap).**

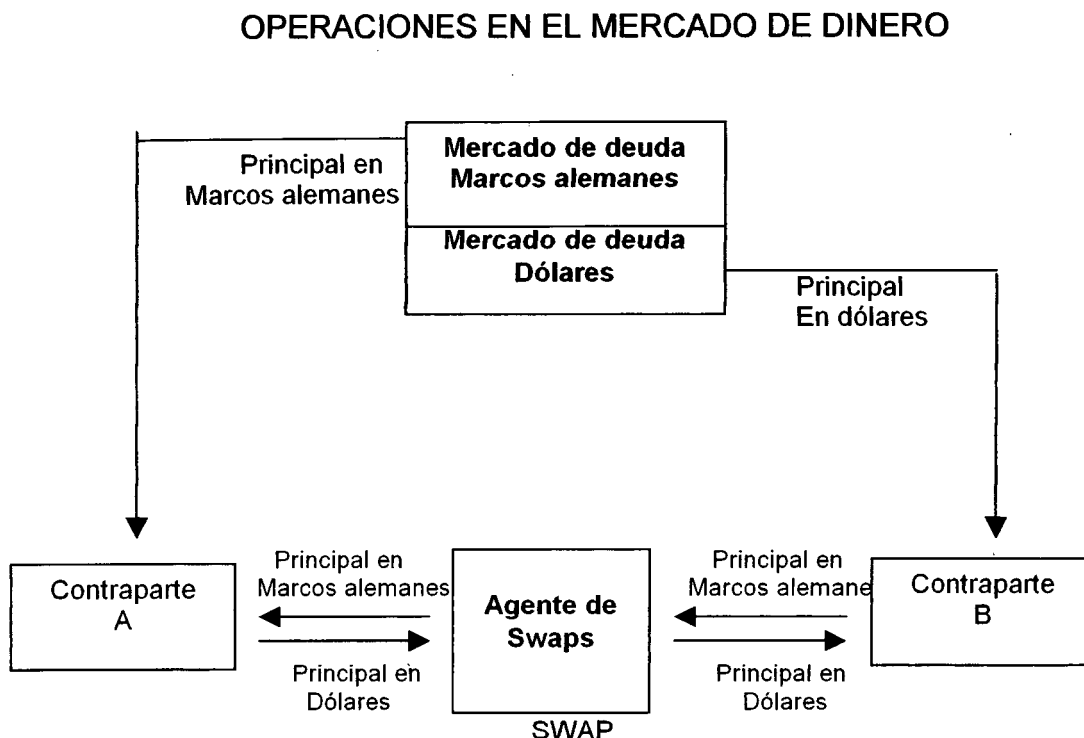


**Fuente: “Como entender los Swaps” Marshall, Jhon F. Kenneth r. Kapner**

La Figura 6 muestra el reintercambio de los principales, los vencimientos del swap y el repago de los préstamos.



**Figura 6. Swap de divisas con operaciones en el mercado de dinero  
(repago de reales y reintercambios de principal nacional).**



**Fuente: "Como entender los Swaps" Marshall, Jhon F. Kenneth r. Kapner**

Observe que mientras la contraparte A pide prestados marcos alemanes, el swap convierte los marcos a dólares. Observe también que estos dólares tienen carácter de un tasa variable con un costo neto de LIBOR menos 45 puntos base. Esto representa un ahorro de 45 puntos base comparados con el préstamo directo en el mercado de dólares a tasa variable.

*Objetivo de la contraparte A: dólares a siete años a tasa variable*

Costo de obtener el préstamo directo: LIBOR anual, más ajustes anuales

Estrategia

Pedir marcos alemanes a tasa fija: 9.00% DEM

Pagar tasa flotante en el swap: LIBOR

Recibir tasa fija en el swap: -9.45% DEM

$$\begin{aligned}\text{Costo final} &= 9.00\% \text{ DEM} + \text{LIBOR} - 9.45\% \text{ DEM} \\ &= \text{LIBOR} - 45 \text{ BPS} \\ &\quad (\text{USD}) \quad (\text{DEM})\end{aligned}$$

En forma similar, la contraparte B pide prestados dólares, pero utiliza el swap para convertirlos a marcos alemanes. Estos marcos tienen un costo neto de 9.55%.

Esto representa un ahorro de 55 puntos base comparado con el préstamo directo en el mercado de marcos alemanes a tasa fija.

*Objetivo de la Contraparte B: Marco alemanes a siete años a tasa fija*

Costo de obtener el préstamo directo: 10.1% DEM

Estrategia

Pedir dólares a tasa variable: LIBOR

Pagar tasa fija en el swap: 9.55% DEM

Recibir tasa flotante en el swap: -LIBOR

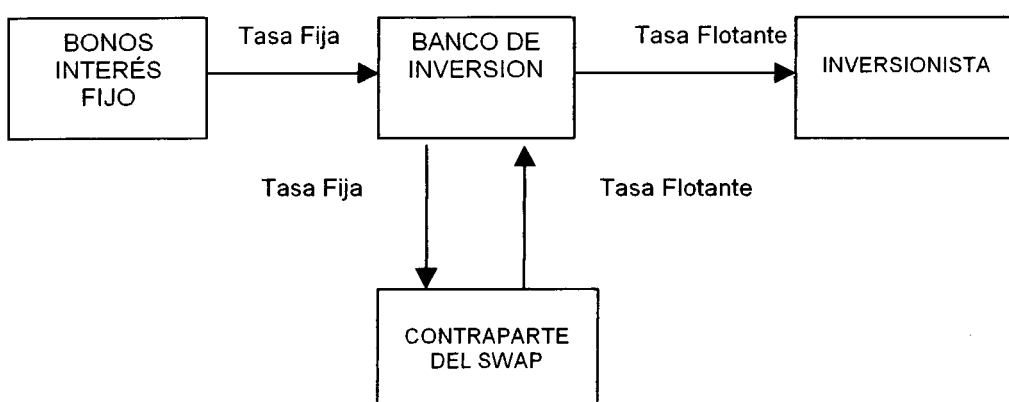
$$\begin{aligned}\text{Costo final} &= \text{LIBOR} + 9.55\% \text{ DEM} - \text{LIBOR} \\ &= 9.55\% \text{ DEM}\end{aligned}$$

Por tanto, vemos que se puede utilizar un swap con las transacciones adecuadas en el mercado de dinero con el fin de convertir tanto la denominación de divisas en un financiamiento, como el carácter del costo de los intereses.

- **Swaps de activos sintéticos:** Se denominan de esta forma a los swaps de activos que son diseñados y lanzados al mercado por bancos de inversión y no son realizados por los propios inversionistas, como sucede en el caso general.

El banco adquirirá los bonos y luego permutará los intereses con una tasa fija en unos con tasa flotante, ya sea directamente a través de una contraparte, o utilizando su propio inventario de swaps. Los bonos son vendidos a los inversionistas con la nueva tasa de interés flotante. Aunque el banco de inversión posee la titularidad de los cupones con tasa fija de interés, el inversionista tiene la titularidad del principal. Para entender mejor esto utilizaremos un esquema:

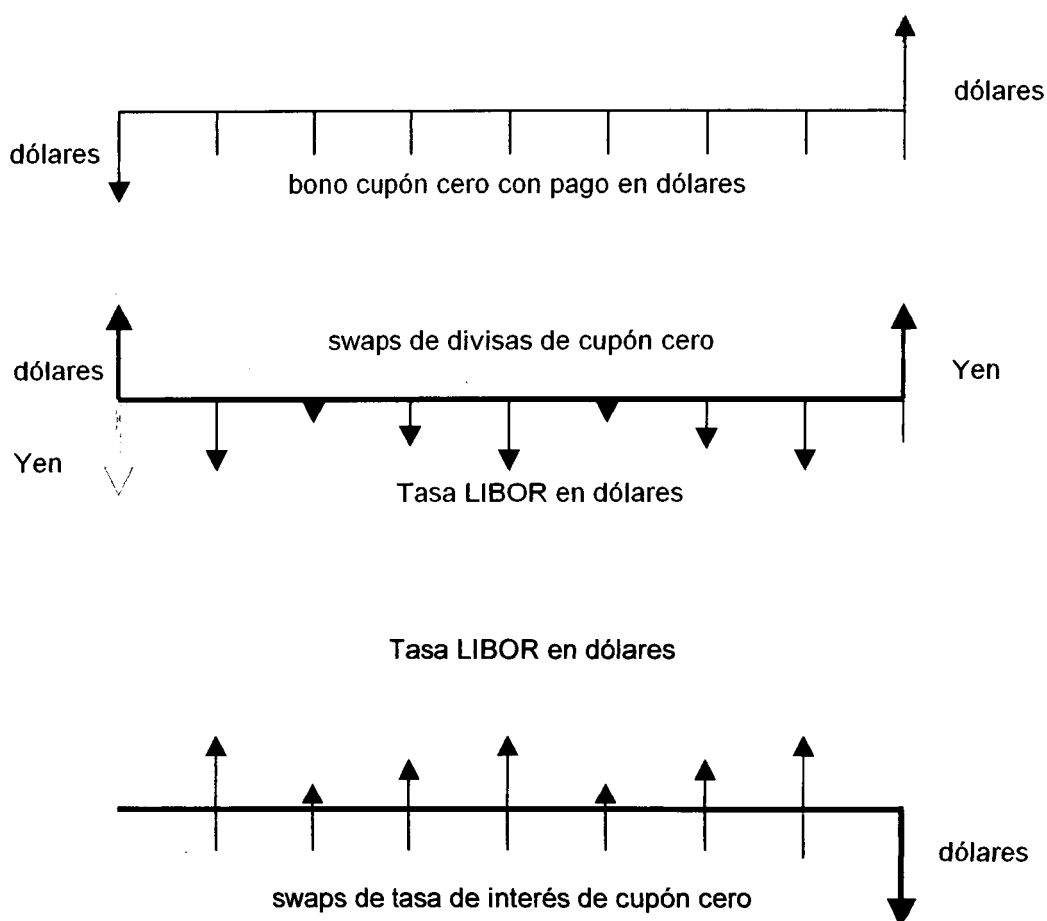
**Figura 7. Esquema de un swap de activos sintético**



**Fuente:** “Como entender los Swaps” Marshall, Jhon F. Kenneth r. Kapner

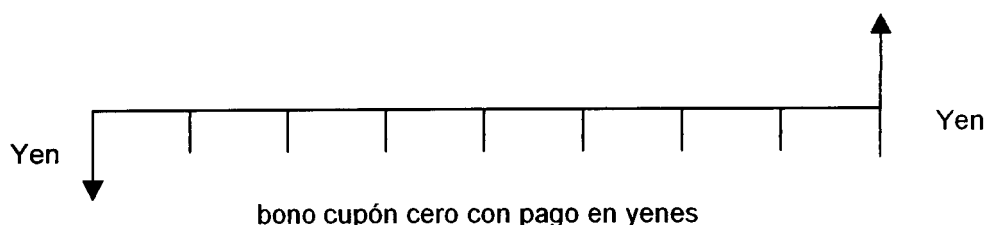
Los instrumentos sintéticos son flujos de efectivo formados por la combinación o descomposición de otros flujos de efectivo de un conjunto de instrumentos. Estos flujos de efectivo reproducen o sintetizan los flujos de los instrumentos reales, las corrientes sintéticas de flujo de efectivo pueden ser consideradas como instrumentos sintéticos. En una forma adecuada de estructurar y combinar con posiciones apropiadas de efectivo se puede utilizar los swaps para reproducir flujos virtualmente con cualquier instrumento financiero.

Un ejemplo<sup>24</sup> sería: *Síntesis de un bono cupón cero con pago en moneda extranjera*. Supongamos que un inversionista japonés desearía tener un bono cupón cero en yenes. Lo que debe hacer es comprar un bono cupón cero de los instrumentos del Tesoro y luego entrar en dos swaps separados. El primer swap es sobre la tasa de interés de cupón cero en el que el inversionista es el que paga el cupón cero y el que recibe la tasa flotante. El segundo es uno sobre divisas de cupón cero de yenes japoneses a dólares estadounidenses en el que el inversionista es el que recibe el cupón cero en yenes y el que paga la tasa flotante en dólares.



Los flujos de efectivo netos de estas transacciones, después de cancelar todas las transacciones que se compensan. Obsérvese que el resultado final es un bono cupón cero sintético con pago en yenes.

<sup>24</sup> Tomado de "Como entender los Swaps" Marshall, Jhon F. Kenneth r. Kapner



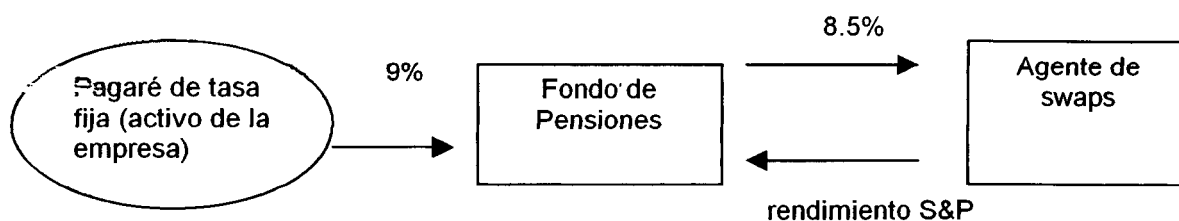
suponiendo que los bonos cupón cero con pago en yenes están disponibles para este inversionista como instrumentos reales, el inversionista compararía la tasa de rendimiento ofrecida por este, y el bono cupón cero con pago en yenes sintético, y seleccionaría la alternativa que le ofreciera el mejor rendimiento, asumiendo que los niveles de riesgo son equivalentes. Si, por otro lado, los bonos cupón cero reales de pago en yenes no están disponibles, entonces el inversionista que necesita una estructura de este tipo, necesariamente la debe de obtener de forma sintética

- **Swaps de acciones:** Constituye un nuevo tipo de swap, el cual se considera como un subconjunto de la clase de swaps sintéticos, ya que estos generalmente funcionan como una swap de activos, que permite a un inversionista convertir los pagos de intereses a tasa flotante de un portafolio de bonos a flujos de efectivo basado en el comportamiento de un índice bursátil. La permuta suele ser neutral desde el punto de vista de la divisa utilizada, debido a que la tasa del bono es fijada en la divisa del país al que pertenece el índice bursátil escogido.

Estos swaps de acciones tienen la gran ventaja de estar libre de riesgo de la base, además tampoco deben ser renovados continuamente como las opciones y futuros sobre índices (que son más líquidos en el corto plazo de 3 a 6 meses). Esto es para reducir los costos de transacción, especialmente cuando se trata de mercados accionarios poco líquidos, estos swaps son recomendables para una estrategia de comprarlos y mantenerlos en un portafolio de inversiones. Generalmente estos swaps se han estructurado para periodos de uno a cinco años con fechas de liquidación trimestral o semestral.

La mayoría de los swaps de acciones contemplan el intercambio de un flujo de caja LIBOR<sup>25</sup> por otro basado en la apreciación o depreciación del índice sobre el periodo en el que se extiende el LIBOR (3 a 6 meses) y de esta manera se procede hasta que se cumpla la totalidad del periodo de vigencia de la permuta. Los contratos se liquidan por diferencias.

Un ejemplo<sup>26</sup>: Suponga que un fondo de pensión tiene un millón de dólares para invertir en acciones por 3 años. En lugar de invertir directamente en acciones el fondo de pensiones decide invertir indirectamente mediante la creación sintética de acciones a partir de un pagaré a tasa fija y un swap sobre acciones. El fondo de pensiones adquiere un millón de dólares en pagarés corporativos a 3 años que ofrecen un cupón anual de 9% y que están valuados a la par. Al mismo tiempo, el fondo de pensión entra en un swap sobre acciones con un agente de este tipo de swap. El swap exige que el fondo de pensión pague al agente 8.5% anual a cambio de que éste pague al fondo de pensión el rendimiento del S&P 500<sup>27</sup>. Ambos pagos serán calculados sobre la base de un millón de dólares de principal de referencia. Es importante recordar que el intermediario `paga al fondo de pensión cuando el rendimiento del S&P 500 es positivo, pero el fondo de pensión paga al intermediario cuando el rendimiento de este es negativo. (Este ultimo pago es en adición al 8.5% que paga el intermediario en la rama de la tasa fija del swap). En el siguiente grafico se muestran los flujos de efectivo.



<sup>25</sup> London Interbank Offered Rate.

<sup>26</sup> Tomado de "Como entender los Swaps" Marshall, Jhon F. Kenneth r. Kapner

<sup>27</sup> The Standard and Poor's 500

Es obvio que esta estrategia redundará en un rendimiento de la inversión para el fondo de pensión igual al índice S&P 500 más 50 puntos base. También es obvio que el efecto neto es la creación de una posición accionaria equivalente para el fondo de pensión. Sin embargo, debido a la naturaleza del swap, en el sentido de no registrarse en los documentos contables, el fondo de pensión sólo muestra los activos en pagarés en sus registros contables.

## **2.5 Futuros**

Contrato entre dos partes que se comprometen a un intercambio de activos a fecha futura, realizado por medio de una bolsa organizada llamada Cámara de Compensación.

En el siguiente capítulo se habla a profundidad acerca de estos.

## **2.6 Participantes en el mercado de derivados**

Los instrumentos derivados se utilizan por una gran variedad de participantes del mercado. Las actividades en un mercado de derivados pueden dividirse en tres categorías:

### **➤ *Administradores de riesgo (hedgers):***

Son aquellas personas interesadas en minimizar el riesgo de pérdidas por fluctuaciones en los precios de los productos, lo cual se logra a través de los instrumentos derivados. Estos pueden ser los bancos comerciales, bancos de inversión, casa de bolsa, bancos centrales, compañías de seguros, organismos gubernamentales, empresas y en menor medida personas físicas como productores, comerciantes, fabricantes, importadores, exportadores, entre otros.

### **➤ *Especuladores:***

Son aquellas personas que desean obtener una posición en el mercado al suponer si los precios bajan o suben a cambio de una ganancia potencial. Estos participantes compran o venden opciones según sus expectativas sobre el precio del bien en el mercado.

➤ *Arbitrajistas:*

Son aquellas personas que buscan obtener una ganancia inmediata libre de riesgo por medio de su participación simultánea en transacciones en dos o más mercados.



## CAPITULO III

### FUTUROS

Un contrato de futuros es un acuerdo legal que se negocia en una bolsa o un mercado organizado, que obliga a las partes contratantes a comprar o vender un número de bienes o valores (activo subyacente), especificando la cantidad y la calidad en una fecha futura (fecha de vencimiento) y a un precio (precio de futuros) ya establecido previamente.

- El comprador pacta la recepción de un activo subyacente a un precio específico en un tiempo determinado.
- El vendedor pacta la entrega de un activo subyacente a cambio de una cantidad de dinero al final de un tiempo previamente determinado.

Todo contrato de futuros consta de los siguientes elementos:

- *Especificación del producto:* cantidad y calidad, es siempre la misma para cada contrato, por ejemplo: "el futuro sobre petróleo es un contrato que obliga a la entrega de 2000 barriles de petróleo de calidad especificada"
- *Precio:* establecido en el momento de cerrar el contrato
- *Fecha y sistema de liquidación:* fecha y modo en que se realiza la entrega del producto frente a la entrega de dinero.

Cuando un inversionista acuerda comprar en el mercado un contrato de futuro, adopta una posición llamada "posición larga", esto le da el derecho a recibir en la fecha de vencimiento del contrato el activo subyacente u el objeto de la negociación<sup>28</sup>. De esta forma, quien vende contratos adopta una posición llamada "posición corta" ante el mercado, por lo que al llegar la fecha de vencimiento del contrato deberá entregar el correspondiente activo subyacente,

---

<sup>28</sup> Estos pueden ser bienes perecederos

recibiendo a cambio la cantidad acordada en la fecha de negociación del contrato de futuro. Un ejemplo<sup>29</sup> aclarara lo anteriormente mencionado:

Bob compra un contrato de futuros (posición larga) de un Activo ABC y Sally lo vende futuros (posición corta) y el precio al cual ellos acuerdan negociar en el futuro es de \$100 usd (precio de futuros), en la fecha establecida Bob le dará a Sally \$100 usd.

Supongamos que un mes después, Bob y Sally toman sus posiciones de acuerdo al contrato de futuro, y el precio de futuros del Activo ABC aumenta a \$120. Bob, el comprador podría entonces vender el contrato y realizar una ganancia de \$20. Efectivamente, el ha acordado comprar el Activo ABC a \$100 y venderlo en \$120. Sally el vendedor del contrato realizará una pérdida de \$20.

Si el precio de futuros cae a \$40 y Sally compra el contrato, ella realiza una ganancia de \$60, porque acordó vender el Activo ABC a \$100, y puede comprarlo ahora en \$40. Bob entonces, realizará una pérdida de \$60 si el precio de futuros baja, el comprador del contrato de futuros realizará una pérdida, mientras que el vendedor del contrato de futuros realizará una ganancia.

- **Posición larga compradora**

|                                    |                  |
|------------------------------------|------------------|
| Precio futuro < precio liquidación | <b>beneficio</b> |
|------------------------------------|------------------|

|                                    |                 |
|------------------------------------|-----------------|
| Precio futuro > precio liquidación | <b>perdidas</b> |
|------------------------------------|-----------------|

- **Posición corta vendedora**

|                                    |                  |
|------------------------------------|------------------|
| Precio futuro < precio liquidación | <b>beneficio</b> |
|------------------------------------|------------------|

|                                    |                 |
|------------------------------------|-----------------|
| Precio futuro > precio liquidación | <b>perdidas</b> |
|------------------------------------|-----------------|

---

<sup>29</sup> Tomado del Libro "Futuros, Opciones y Swaps" Moisés Tacle G.

Una definición de futuros financieros por la cual se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones, es la siguiente: *"Contratos a plazo que tengan por objeto valores, préstamos o depósitos, índices u otros instrumentos de naturaleza financiera; que tengan normalizados su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento, y que se negocien y transmitan en un mercado organizado cuya Sociedad Rectora los registre, compense y liquide, actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador".*<sup>30</sup>

Un contrato de futuros se puede contraer con la intención de mantener el compromiso hasta la fecha de su vencimiento y llevando a cabo la entrega o recepción del activo subyacente, este contrato también es utilizado como instrumento de referencia en operaciones ya sean de cobertura o de especulación, ya que no es necesario mantener la posición abierta<sup>31</sup> hasta la fecha de vencimiento; si se cree que ya es pertinente se puede cerrar la posición con una operación o de lo contrario a la inicialmente efectuada.

Cuando la posición es compradora, esta puede cerrarse sin esperar a su fecha de vencimiento, simplemente vendiendo el número de contratos compradores que se posean; y si fuera el caso de una posición vendedora se puede cerrar anticipadamente acudiendo al mercado y comprando el número de contratos de futuros precisos para quedar nivelado.

El contrato de futuros, cuyo precio se establece en relación con el activo subyacente, se cotiza en el mercado a través del proceso de negociación, de esta manera puede ser comprado o vendido en cualquier momento de la negociación, lo que permite la participación activa de los operadores que suelen realizar "operaciones especulativas" con la finalidad de generar beneficios, pero esto a su vez aportan liquidez necesaria para quienes deseen realizar operaciones de cobertura encuentren contrapartida.

Los contratos de futuros pueden establecerse sobre materias primas, metales

---

<sup>30</sup> "Fundamentos del Mercados de Derivados" Roberto Gómez López.

<sup>31</sup> Es decir que no se ha cerrado el contrato.

preciosos, productos agrícolas y mercaderías diversas, y en el caso de los productos financieros se realizan sobre: futuros sobre tipos de interés a corto, medio y largo plazo, futuros sobre divisas y futuros sobre índices bursátiles.

### **3.1 Mercado de Futuros**

La presencia de la incertidumbre como la principal característica a la hora de tomar decisiones económicas y la necesidad de superar los problemas existentes en la negociación directa a plazos, son la principal razón para la existencia del mercado de futuros.

Es un tipo de operación

Los mercados de futuros cumplen dos funciones económicas principales:

- Descubren o informan acerca del precio futuro de un producto. De esta forma por ejemplo el productor que siembra trigo, sabe al momento de sembrar cual será el precio esperado al cual podrá vender su cosecha.
- Permiten realizar transferencias de riesgo: Los llamados cubridores (o hedgers) pueden mediante una cobertura transferir los riesgos de fluctuaciones de precios a agentes especuladores que estén dispuestos a asumirlos. De esta forma los mercados de futuros permiten lograr una distribución eficiente del riesgo entre cubridores y especuladores.

En el mercado de futuros existen dos características que respaldan la contratación en los mercados de futuros: El sistema de negociación y la existencia de una Cámara de Compensación.

#### **3.1.1 Estructura del Mercado de futuros**

En el Ecuador actualmente no existe un mercado de futuros, algunas Instituciones Financieras utilizan los futuros como Institución propia más no

como país, es decir, que no hay un mercado abierto como en el caso de la bolsa.

Según la Ley de Mercado de Valores<sup>32</sup> una estructura de mercado debe estar dentro de las siguientes características:

## **TITULO I**

### **DEL OBJETO Y AMBITO DE APLICACIÓN DE LA LEY**

#### **Art. 1. Del objeto y ámbito de la ley.**

*La presente Ley tiene por objeto promover un mercado de valores organizados. Integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna.*

*El ámbito de aplicación de esta Ley abarca el mercado de valores en sus segmentos bursátil y extrabursátil, las bolsas de valores, las asociaciones gremiales, las casas de valores, las administradoras de fondos y fideicomiso, las calificadoras de riesgo, los emisores, las auditoras externas y de más participantes que de cualquier manera actúen en el mercado de valores.*

*También son sujetos de aplicación de esta Ley, el Concejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías, como organismos regulador y de control, respectivamente.*

#### **Art. 2. Concepto de valor.**

*Para efectos de esta Ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenidos esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de*

---

<sup>32</sup> Libro Auténtico de Legislación Ecuatoriana. ANEXO 1.

*compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Concejo Nacional de Valores.*

*Cualquier limitación a la libre negociación y circulación de valores no establecida por Ley, no surtirá efectos jurídicos y se tendrá por no escrita.*

**Art. 3. Del mercado de valores: bursátil, extrabursátil y privado.**

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

*Mercado bursátil es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores escritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores, realizadas en estas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley.*

*Mercado extrabursátil es el que se desarrolla fuera de las bolsas de valores, con la participación de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales, con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.*

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

*Las operaciones con valores que efectúen los intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales en los mercados bursátil y extrabursátil, serán puestas en conocimiento de la Superintendencia de Compañías para fines de procesamiento y difusión, en la forma y periodicidad que determine el Concejo Nacional de Valores (C.N.V.).*

#### **Art. 4. De la intermediación de valores y de los intermediarios.**

*La intermediación de valores es el conjunto de actividades actos y contratos que se lo realiza en los mercados bursátil y extrabursátil, con el objeto de vincular las ofertas y las demandas para efectuar la compra o venta de valores.*

*Son intermediarios de valores únicamente las casas de valores, las que podrán negociar en dichos mercados por cuenta de terceros o por cuenta propia, de acuerdo a las normas que expida el Concejo Nacional de Valores (C.N.V.).*

*Las instituciones del sistema financiero podrán adquirir, conservar o enajenar, por cuenta propia, los valores de renta fija u otros valores, según los define esta Ley. Se prohíbe a dichas instituciones efectuar operaciones de intermediación de valores por cuenta de terceros en el mercado extrabursátil, pudiendo hacerlo únicamente por intermedio de una casa de valores.*

### **TITULO VII DEL MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO**

#### **Art. 29. Del alcance.**

*Mercado Primario, es aquel en que los compradores y el emisor participan directamente o a través de intermediarios, en la compra venta de valores de renta fija o variable y determinación de los precios ofrecidos al público por primera vez.*

*Mercado Secundario, comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación; por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, los reciben sus vendedores.*

*Tanto en el Mercado Primario como en el Secundario, las casas de valores serán los únicos intermediarios autorizados para ofrecer al público directamente tales valores, de conformidad con las normas previstas en esta Ley y las resoluciones que expida el C.N.V.*

*No obstante lo señalado en el inciso anterior los inversionistas institucionales podrán actuar directamente en el Mercado Primario de renta fija, en operaciones que no impliquen intermediación de valores.*

### **3.1.2 Papel de los Futuros en los Mercados Financieros**

El mercado de futuros es un mercado alternativo el cual es utilizado por los inversionistas para alterar su exposición al riesgo de un activo, para esto utilizan el mercado de efectivo o el mercado de futuros el que alcance su objetivo mas eficientemente, para esto se analizan los siguientes factores:

- Liquidez
- Costos de Transacción
- Impuestos
- Ventajas de apalancamiento

El mas eficiente es aquel donde los precios que se establezcan primero reflejen la ultima información económica. “Este será el mercado donde el descubrimiento de precios tendrá lugar, y la información de precios es entonces transmitida al otro mercado”<sup>33</sup>.

En el mercado de futuros los inversionistas envían un mensaje colectivo acerca de cuanta información nueva es esperada para impactar el mercado de efectivo o *spot*.

Existe una relación entre el precio de futuros y el precio de efectivo que es por el costo del transporte, si el precio de futuro se “desvía” del precio de mercado de efectivo por algo mas que el costo del transporte, los árbitros desarrollarán una estrategia para equilibrar esto y que “regrese a la línea”.

---

<sup>33</sup> “Mercados e Instituciones Financieras” Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Michael G. Ferri.



El *arbitraje* es un mecanismo que asegura que el precio de mercado en efectivo refleje la información que ha sido recogida en el mercado de futuros.

Se considera que si se introduce un activo financiero en un mercado de futuros aumentara su volatilidad<sup>34</sup> de precios del activo en el mercado de efectivo, esto da como resultado el mercado especulativo lo cual no refleja realmente su valor económico.

Pero esta introducción de los mercados de futuros permite que los precios respondan rápidamente a los cambios en los factores que afectan el valor económico de un activo financiero, es decir, que si esta resultaría en incrementar la volatilidad de una innovación (una mayor volatilidad no significa que sea mala o buena), simplemente refleja de manera mas creíble, la variabilidad actual de factores los cuales afectan el valor económico de los activos financieros.

Un ejemplo<sup>35</sup> seria un índice de mercado de acciones bajo un tipo de contrato de futuros, en este caso se podría decir que su introducción ha creado una mayor volatilidad en los precios del mercado de acciones. Aunque esto seria una evidencia del incremento de volatilidad no esta comprobado el aumento del precio del mercado de acciones, esto puede deberse a la mayor cantidad y frecuencia de la información emitida por el gobierno, sobre los indicadores económicos que afectan el valor de las acciones comunes de todas las compañías. Por lo tanto si hay volatilidad puede deberse a la variabilidad sustancial de la información económica y no a la presencia de un contrato de futuros en un índice de mercado de acciones.

### **3.2 Papel de la Cámara de Compensación**

La Cámara de Compensación<sup>36</sup> se creo para cada bolsa de contratos de futuros para controlar y garantizar el cumplimiento de un contrato bajo los términos acordados por ambas partes, esta es una institución financiera bien

---

<sup>34</sup> Que aumente o disminuya su valor que se vuelva volátil el precio

<sup>35</sup> "Mercados e Instituciones Financieras" Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Michael G. Ferri.

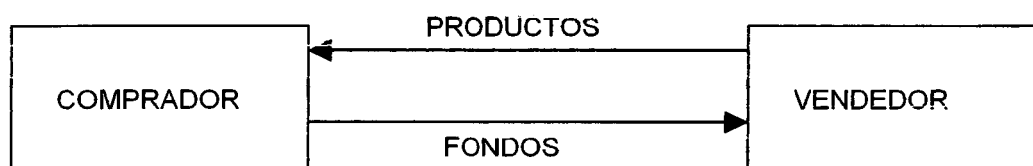
<sup>36</sup> También conocida como Clearing House

capitalizada y una de las claves fundamentales del éxito de los mercados de futuros implementados en diferentes países.

Cuando se realiza un contrato cada parte tiene obligaciones con esta y no entre sí, de esta manera la Cámara de compensación actúa como un vendedor con el comprador, y como un comprador frente al vendedor.

En el siguiente grafico observamos la relación entre el vendedor y el comprador cuando no hay cámara de compensación.

**Grafico 10. Obligaciones sin la Cámara de Compensación**



**Grafico 11. Obligaciones con la Cámara de Compensación**



Para entender mejor el papel que desempeña la Cámara de Compensación utilizaremos el ejemplo<sup>37</sup> anteriormente mencionado Bob el comprador y Sally el vendedor, cada uno debe estar conciente de la habilidad del otro para

<sup>37</sup> Tomado del libro "Mercados e Instituciones Financieras" Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Michael G. Ferri.

cumplir la obligación en la fecha establecida, supongamos que en la fecha establecida, el precio del Activo ABC en el mercado de efectivo<sup>38</sup> es de \$70. Sally puede vender el Activo ABC a \$70 y entregarlo a Bob, quien a su vez debe pagarle \$100. Sin embargo, si Bob no tiene la capacidad para pagar \$100 o se rehúsa a pagar, Sally ha perdido la oportunidad de realizar una ganancia de \$300. Supongamos en vez de eso que el precio del Activo ABC en el mercado de efectivo, es de \$150 a la fecha establecida. En este caso Bob está listo y dispuesto a aceptar la entrega del Activo ABC y pagar el precio acordado de \$100. Si Sally no puede entregar o se rehúsa a entregar el Activo ABC, Bob ha perdido la oportunidad de realizar una ganancia de \$50.

La Cámara de Compensación existe para enfrentar estos problemas, gracias a esta las dos partes no deben preocuparse sobre la integridad y fuerza financiera de la parte que toma el lado opuesto en el contrato, por lo tanto las dos partes son entonces libres de liquidar sus posiciones sin involucrar a la otra parte en el contrato original, y sin preocupación de que la otra parte pueda fallar.

Aparte de su función de aval<sup>39</sup>, también facilita el desenvolvimiento de sus posiciones antes de la fecha de liquidación. Supongamos que Bob quiere salir de su posición de futuros, él no tendría que buscar a Sally y elaborar un acuerdo con ella para terminar el convenio; en vez de esto Bob puede desenvolver su posición, vendiendo un contrato de futuros idénticos. Lo menos que ver, sus registros mostrarán que Bob ha comprado y vendido en contratos idénticos de futuros. A la fecha de liquidación, Sally no entregará el Activo ABC a Bob, sino que será instruida por la Cámara de Compensación para entregar a alguien que haya comprado y todavía tenga una posición antes de la fecha de liquidación, puede comprar un contrato idéntico de futuros.

Las funciones de La cámara de compensación se pueden resumir en:

- Actuar como contrapartida de las partes contratantes, siendo comprador para la parte vendedora y vendedor para la parte compradora.

---

<sup>38</sup> El mercado de efectivo es el actual es el precio del activo en ese día.

<sup>39</sup> Escrito en que uno responde de la conducta de otro.

- Determinación diaria de los depósitos de garantía por posiciones abiertas.
- Liquidación diaria de las pérdidas y ganancias.
- Liquidación al vencimiento de los contratos.
- Control y supervisión de los sistemas de compensación y liquidación.
- Garantizar el correcto desempeño de la operaciones a través de la subrogación en las mismas
- Al eliminar el riesgo de compensación se establece un mecanismo de garantías que le permita no incurrir en pérdidas ante una posible insolvencia<sup>40</sup> de algún miembro del mercado. Por ello se exige un depósito de garantía en función del número y del tipo de contratos comprados o vendidos, para que esta garantía permanezca inalterable, la cual se irá ajustando diariamente por medio de la actualización de depósitos o liquidación de pérdidas y ganancias.

### **3.3 El Sistema de negociación**

Este sistema esta constituido por el conjunto de normas que regulan la actividad del mercado.

En el mercado de Futuros el sistema de negociación el lugar de encuentro entre oferentes y demandantes de contratos a plazos. Para cada activo subyacente existe un “corro<sup>41</sup>” en el cual se negocian los contratos para diferentes fechas de vencimiento. Estos contratos están estandarizados, esto afecta al nominal del contrato, a su fecha de vencimiento y las características de los activos subyacentes al igual que genera liquidez a la negociación.

La contrapartida deseada es muy fácil y poco costoso ya que existe un gran número de agentes que se encuentra vendiendo y comprando el mismo activo, los cuales se encuentran ubicados físicamente en el mismo lugar. Debido a la gran competencia existente entre los distintos demandantes y oferentes, se puede estar caso seguro de que los términos del contrato serán los mejores en

---

<sup>40</sup> Imposibilidad de hacer frente a las obligaciones contraídas

<sup>41</sup> Espacio redondo

su momento, es decir, que la estandarización reduce relativamente el número de contratos para que de esta forma adquiriera un alto grado de liquidez.

Una consecuencia de esta liquidez es que una posición abierta<sup>42</sup> puede cerrarse en cualquier momento de la negociación estableciendo una posición de signo contrario. Por ejemplo<sup>43</sup> una posición compradora en un contrato de un vencimiento determinado, puede ser cancelada con anterioridad a dicho vencimiento simplemente estableciendo una posición vendedora en el mismo contrato. En el caso anterior el sistema de negociación cancelará automáticamente ambas posiciones.

Actualmente los sistemas de negociación están altamente informatizados, algunos incluso los más avanzados realizan el total proceso de negociación y ejecución de órdenes en formato electrónico utilizando terminales de ordenador.

En conclusión un buen sistema de negociación permite que se realice de manera eficiente y poco costosa la publicación y difusión de precios y el envío y ejecución de órdenes. También debe permitir que la oferta y la demanda compitan eficazmente para garantizar los posibles mejores precios a quienes visiten al mercado en busca de una contrapartida.

### **3.4 Razones por la Cuales se Utilizan Contratos de Futuros**

Las razones principales son la cobertura o la especulación.

La cobertura se da por el deseo de reducir o eliminar el riesgo que se deriva de la fluctuación del precio del activo subyacente. Una posición compradora o "larga" se cubre con una posición vendedora o "corta" en el mercado de futuros (o inversamente). Se esta manera, la pérdida en un mercado viene compensada total o parcialmente por el beneficio en el otro mercado, siempre y cuando se hayan tomado posiciones opuestas. Un coberturista lo hace protegerse.

---

<sup>42</sup> Una posición abierta: es cuando un inversionista compra o vende un contrato de futuros, mientras no efectúe la operación contraria, tiene una posición abierta, es decir, si no ha vendido todavía algo que compro antes o no ha comprado todavía lo que vendió.

<sup>43</sup> Tomado del libro "Opciones y futuros financieros" Ramón Adell, Remedios Romeo García

Por ejemplo:

- Protección contra el alza de tipos de interés. Si un empresario contrae un préstamo bancario no querrá que la tasa de interés suba, así que puede protegerse utilizando un contrato de futuro de tipo de tasa de interés
- Si un importador contrae una deuda en una moneda extranjera puede obtener un contrato de futuro de divisas para asegurarse que el precio de la moneda extranjera no aumente en el momento de cancelar la deuda.

La Especulación pretende obtener beneficios por las diferencias pronosticadas en las cotizaciones, basándose en las posiciones tomadas según la tendencia esperada. El especulador pretende maximizar su beneficio en el menor tiempo posible, minimizando la aportación de fondos propios.

Su objetivo es especular y sacar provecho la máxima ganancia posible.

Por ejemplo:

- Un especulador “juega” para lograr un beneficio de los movimientos del mercados (especialmente en el corto plazo), Espera a que la bolsa baje o suba con la expectativa de realizar las operaciones contrarias y obtener la máxima utilidad de las diferencias de precios. Aprovecha los “spreads” entre los índices. Es decir que puede utilizar los índices bursátiles.

### **3.5 Tipos de Contratos de Futuros**

- **Futuros sobre bienes físicos**

Los bienes físicos o bienes básicos pueden ser: café, cacao, maíz, trigo, oro, madera, cobre, petróleo, etc. Los vendedores necesitan presupuestar sus

ingresos sin la incertidumbre de la variación de los precios, para esto necesitan asegurar un precio, mientras que los compradores necesitan protegerse de la elevación de los precios. Mientras sean más volátiles los precios de un activo mayor es su importancia en el mercado.

Los datos de las materias primas se fijan dependiendo de las cosechas y tendencias de la demanda de los usuarios (abundantes cosechas igual a disminución de precio, escasez de producto igual a aumento de demanda igual a incremento de precio) y según el tipo de producto existen posiciones anuales como en el caso del mercado del oro el cual ofrece 6 posiciones (febrero, abril, junio, agosto, octubre y diciembre) con sus respectivas cotizaciones en el año.

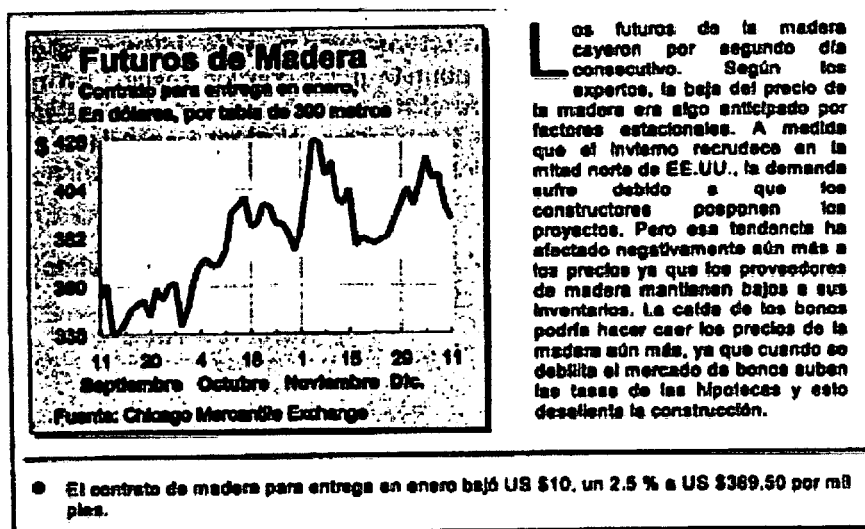
También se pueden clasificar los que se derivan de los Índices de Precio al Consumidor (IPC) como la canasta básica para medir el costo de vida elemental y bienes básicos para una canasta compuesta por productos de distintos sectores como la energía, agricultura, ganadería y metales.

Para un inversionista que busca rendimiento adicional en su portafolio y proteger su cartera contra la inflación resulta una atractiva alternativa, ya que estos productos tratan de atraer la atención de los fondos de inversión y fondos de pensiones, además son útiles para los coberturistas; el rendimiento se deriva del precio de los productos básicos.

Estos índices varían cada vez más tratando de sustituir los tradicionales ya sea por su falta de liquidez, actualización con nuevos productos y para no depender de concentraciones en bienes relativamente menores, antiguos y periódicamente menos negociados.

Un ejemplo seria:

**Figura 8. Futuros de Madera Contratos para entrega en enero, en dólares, por tabla de 300 metros.**



Fuente: "Introducción al mundo del Mercado de Capitales" Mariana Montalvo G.

### ➤ Futuros financieros

Se refiere a compra y venta de activos financieros en una fecha futura y a un precio fijado previamente, estos pueden ser:

#### 1. Futuros sobre divisas y/o monedas:

El mercado de futuros de divisas es el único que se ha desarrollado paralelamente a un mercado muy vigoroso en contratos forward de divisas que ha existido por mucho tiempo, este sistema dual significa que los contratos de futuros no pueden ser analizados en forma aislada de los contratos forward de divisas.

El contrato de futuros de divisas es un acuerdo de entregar o recibir la divisa en una fecha futura aún precio (tipo de cambio) contratado en la fecha presente. Por ejemplo el vendedor de un contrato dólar/peseta en la fecha de vencimiento entregara 10.000 usd y recibirá 860.000 pesetas, sin importar la



cotización del dólar en esa fecha. El comprador del futuro adquiere el compromiso de aceptar 10.000 usd el día del vencimiento y pagar por ello 860.000 pesetas si el tipo de cambio dólar/peseta ha subido el comprador se vera beneficiado mientras que si el tipo de cambio desciende el vendedor será quien obtenga el beneficio.

El mercado de futuro sobre divisas funciona similar al mercado interbancario de divisas a plazo, aunque con algunas diferencias como entre todo mercado organizado y público con normas de publicidad, formación de precios, acceso universal, normas de contratación y un mercado de acceso restringido que funciona por contratos bilaterales entre las partes.

En los últimos años estas operaciones han alcanzado una gran importancia y es una herramienta imprescindible para el control de riesgo de cambio en lo que se refiere a las actividades de exportación e importación.

Todas las tasas de intercambio entre divisas están relacionadas entre si, como veremos en la siguiente tabla (Tabla 3.) que nos muestra los precios para distintas divisas.

**Figura 9. Cotizaciones en el mercado de divisas publicadas.**

**Cotizaciones en el mercado de divisas publicadas en el *Wall Street Journal***  
**Thursday, abril 3, 1997**

**EXCHANGE RATES**  
The New York foreign exchange selling rates below apply to trading among banks in amount of \$1 million and more, as quoted at 4 p.m. Eastern time by Dow Jones and other sources. Retail transactions provide fewer units of foreign currency per dollar.

| Country              | U.S. \$ equiv. |         | Currency per U.S. \$ |         |
|----------------------|----------------|---------|----------------------|---------|
|                      | Thu.           | Wed.    | Thu.                 | Wed.    |
| Argentina (Peso)     | 1.0012         | 1.0012  | .9988                | .9988   |
| Australia (Dollar)   | .7780          | .7844   | 1.2853               | 1.2749  |
| Austria (Schilling)  | .08506         | .08473  | 11.756               | 11.802  |
| Bahrain (Dinar)      | 2.6525         | 2.6525  | .3770                | .3770   |
| Belgium (Franc)      | .02903         | .02898  | 34.445               | 34.505  |
| Brazil (Real)        | .9455          | .9427   | 1.0576               | 1.0608  |
| Britain (Pound)      | 1.6447         | 1.6440  | .6080                | .6083   |
| 1 - month forward    | 1.6441         | 1.6435  | .6082                | .6085   |
| 3 - months forward   | 1.6425         | 1.6419  | .6088                | .6091   |
| 6 - months forward   | 1.6398         | 1.6392  | .6098                | .6101   |
| Canada (Dollar)      | .7180          | .7216   | 1.3928               | 1.3858  |
| 1 - month forward    | .7195          | .7232   | 1.3899               | 1.3828  |
| 3 - months forward   | .7222          | .7257   | 1.3847               | 1.3779  |
| 6 - months forward   | .7255          | .7293   | 1.3784               | 1.3712  |
| Chile (Peso)         | .002403        | .002402 | 416.15               | 416.30  |
| China (Renminbi)     | .1201          | .1201   | 8.3269               | 8.3263  |
| Colombia (Peso)      | .009417        | .009416 | 1061.95              | 1061.98 |
| Czech. Rep. (Koruna) |                |         |                      |         |
| Commercial rate      | .03472         | .03473  | 28.804               | 28.793  |
| Denmark (Krone)      | .1571          | .1566   | 6.3635               | 6.3864  |
| Ecuador (Sucre)      |                |         |                      |         |
| Floating rate        | .002628        | .002628 | 3805.00              | 3805.00 |
| Finland (Markka)     | .1998          | .1992   | 5.0051               | 5.0212  |
| France (Franc)       | .1778          | .1773   | 5.6245               | 5.6411  |
| 1 - month forward    | .1781          | .1776   | 5.6133               | 5.6296  |
| 3 - months forward   | .1789          | .1784   | 5.5897               | 5.6053  |
| 6 - months forward   | .1801          | .1796   | 5.5532               | 5.5686  |

Fuente: Publicación del Wall Street Journal

Tabla (Continuación)

| Country               | U.S. \$ equiv. |          | Currency per U.S. \$ |         |
|-----------------------|----------------|----------|----------------------|---------|
|                       | Thu.           | Wed.     | Thu.                 | Wed.    |
| Germany (Mark)        | .5987          | .5968    | 1.6703               | 1.6755  |
| 1 - month forward     | .6000          | .5981    | 1.6668               | 1.6720  |
| 3 - months forward    | .6025          | .6007    | 1.6597               | 1.6646  |
| 6 - months forward    | .6067          | .6049    | 1.6482               | 1.6532  |
| Greece (Drachma)      | .003780        | .003761  | 264.57               | 265.86  |
| Hong Kong (Dollar)    | .1291          | .1291    | 7.7473               | 7.7455  |
| Hungary (Forint)      | .005675        | .005683  | 176.20               | 175.96  |
| India (Rupee)         | .02788         | .02788   | 35.870               | 35.868  |
| Indonesia (Rupiah)    | .0004159       | .0004149 | 2404.50              | 2410.00 |
| Ireland (Punt)        | 1.5795         | 1.5783   | .6331                | .6336   |
| Israel (Shekel)       | .2983          | .2979    | 3.3520               | 3.3570  |
| Italy (Lira)          | .0006037       | .0006024 | 1656.50              | 1660.00 |
| Japan (Yen)           | .008157        | .008114  | 122.60               | 123.25  |
| 1 - month forward     | .008192        | .008114  | 122.07               | 122.73  |
| 3 - months forward    | .008267        | .008222  | 120.97               | 121.62  |
| 6 - months forward    | .008383        | .008337  | 120.97               | 121.62  |
| Jordan (Dinar)        | 1.4094         | 1.4094   | .7095                | .7095   |
| Kuwait (Dinar)        | 3.3003         | 3.3036   | .3030                | .3027   |
| Lebanon (Pound)       | .0006471       | .0006470 | 1545.25              | 1545.50 |
| Malaysia (Ringgit)    | .4026          | .4030    | 2.4841               | 2.4813  |
| Malta (Lira)          | 2.6490         | 2.6525   | .3775                | .3770   |
| Mexico (Peso)         |                |          |                      |         |
| Floating rate         | .1257          | .1262    | 7.9550               | 7.9260  |
| Netherlands (Guilder) | .5321          | .5302    | 1.8792               | 1.8860  |
| N. Zealand (Dollar)   | .6921          | .6951    | 1.4449               | 1.4386  |
| Norway (Krone)        | .1472          | .1473    | 6.7923               | 6.7892  |
| Pakistan (Rupee)      | .02520         | .02529   | 39.680               | 39.540  |
| Peru (new Sol)        | .3788          | .3790    | 2.6397               | 2.6387  |
| Phillippines (Peso)   | .03793         | .03793   | 26.365               | 26.362  |
| Poland (Zloty)        | .3262          | .3259    | 3.0655               | 3.0685  |
| Portugal (Escudo)     | .005954        | .005940  | 167.95               | 168.34  |
| Russia (Ruble) (a)    | .0001742       | .0001743 | 5741.50              | 5738.75 |
| Saudi Arabia (Riyal)  | .2666          | .2666    | 3.7505               | 3.7505  |
| Singapore (Dollar)    | .6977          | .6942    | 1.4333               | 1.4405  |
| Slovak Rep. (Koruna)  | .03080         | .03080   | 32.473               | 32.473  |
| South Africa (Rand)   | .2264          | .2261    | 4.4170               | 4.4235  |

Fuente: Publicación del Wall Street Journal

Tabla (Continuación)

| Country             | U.S. \$ equiv. |           | Currency per U.S. \$ |           |
|---------------------|----------------|-----------|----------------------|-----------|
|                     | Thu.           | Wed.      | Thu.                 | Wed.      |
| South Korea (Won)   | .001118        | .001117   | 894.50               | 895.15    |
| Spain (Peseta)      | .007076        | .007052   | 141.32               | 141.80    |
| Sweden (Krona)      | .1317          | .1308     | 7.5902               | 7.6426    |
| Switzerland (Franc) | .6971          | .6935     | 1.4345               | 1.4420    |
| 1 - month forward   | .6993          | .6957     | 1.4301               | 1.4373    |
| 3 - months forward  | .7039          | .7005     | 1.4206               | 1.4276    |
| 6 - months forward  | .7113          | .7078     | 1.4058               | 1.4128    |
| Taiwan (Dollar)     | .03630         | .03630    | 27.546               | 27.547    |
| Thailand (Bath)     | .03855         | .03856    | 25.943               | 25.935    |
| Turkey (Lira)       | .00000783      | .00000784 | 127655.00            | 127555.00 |
| U.A.E. (Dirham)     | .2723          | .2723     | 3.6720               | 3.6720    |
| Uruguay (New Peso)  |                |           |                      |           |
| Financal            | .1101          | .1104     | 9.0850               | 9.0660    |
| Venezuela (Bolivar) | .002093        | .002093   | 477.72               | 477.72    |
| SDR                 | 1.3870         | 1.3878    |                      |           |
| ECU                 | 1.1660         | 1.1613    | .7210                | .7206     |

Special Drawing Rights (SDR) are based on exchange rates for the U.S., German, British, French, and Japanese currencies. Source: International Monetary Fund.  
European Currency Unit (ECU) is based on a basket of community currencies.  
a - fixing. Moscow Interbank Currency Exchange.

Fuente: Publicación del Wall Street Journal

Existen dos columnas dobles de tasas en los precios publicados, una para el equivalente en dólares americanos de la divisa extranjera, y las otras dos columnas para la cantidad de la divisa extranjera por cada dólar. En cada conjunto de precios muestra las tasas de intercambio para el presente día y el día precedente de transacciones comerciales.

*Para las cotizaciones de cualquier día obsérvese que la tasa que aparece en una columna, tiene su correspondiente reciproco en la otra columna. Para algunos países como Uruguay se publica solo una tasa la cual corresponde al mercado financiero, para otros países como Alemania, Gran Bretaña, Canadá, Francia, Japón y Suiza, se cotizan las tasas forward para períodos de 30, 90 y 180 días en el futuro<sup>44</sup>.*

El mercado de contrato de futuros y forward tiene sus diferencias como podemos ver en la siguiente tabla:

<sup>44</sup> Tomado del Libro "Futuros, Opciones y Swaps" Moisés Tacle G.

**Tabla 4. Contratos de divisas en los mercados de futuros y forward.**

| <b>CONTRATO</b>         | <b>FORWARD</b>                                                                                 | <b>FUTURO</b>                                                                            |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tamaño del contrato     | Necesidad Individual                                                                           | Estandarizado                                                                            |
| Fecha de entrega        | Necesidad Individual                                                                           | Estandarizado                                                                            |
| Método de Transacción   | Establecido por Banco o Broker vía telefónica con número limitado de compradores y vendedores. | Determinado por subasta entre muchos compradores y vendedores en el piso de intercambio. |
| Participantes           | Bancos, Brokers y Compañías Multinacionales, no se promueve especulación pública               | Bancos, Brokers y Multinacionales. Se espera especulación pública                        |
| Comisiones              | Fijada por el "spread" entre el precio de compra y precio del banco                            | Pequeña comisión de corretaje y tarifas negociadas para bloques grandes.                 |
| Depósito de Seguridad   | Ninguno                                                                                        | Se requiere un pequeño depósito                                                          |
| Lugar del mercado       | Cualquier conexión telefónica a nivel mundial                                                  | Piso de intercambio con comunicaciones mundiales.                                        |
| Justificación Económica | Facilita el comercio mundial por el mecanismo de "Hedging"                                     | Lo mismo que el mercado forward pero en un mercado más amplio.                           |
| Disponibilidad          | Solamente a grandes clientes de divisas.                                                       | Abierto a cualquier persona.                                                             |
| Frecuencia de Entrega   | Mas del 90%                                                                                    | Menos del 1%                                                                             |

Fuente: "Futuros, Opciones y Swaps" Moisés Tacle G.

Con respecto a la tabla anterior es importante recalcar que menos del 1% de todos los contratos de futuros en divisas se completan en la fecha de entrega, pero la entrega ocurre en más del 90% en los contratos tipo forward

El mercado de divisas a futuro esta localizado fundamentalmente en el *Internacional Monetary Market* (IMM) del *Chicago Mercantile Exchange* (CME). En el mercado de futuros solamente se comercializan algunas divisas como el marco alemán, la libra esterlina, el dólar canadiense, el franco suizo, el yen japonés y el dólar australiano, estos contratos tienen fecha de vencimiento el tercer miércoles de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre, a diferencia de los contrato forward que las cotizaciones se fijan para un número de días determinados (30, 90 y 180 días). En el contrato de forward la cantidad de divisas hacer cubierta se determina por negociación mientras que en los de futuro la cantidad de divisas es fijada en un contrato por las reglas de la bolsa

## *2. Futuros sobre tasas de intereses*

Estos contratos tienen como activo subyacente valores de renta fija, obligaciones, bonos, depósitos interbancarios y cédulas hipotecarias principalmente.

Estos contratos son parte del mercado de dinero donde pueden obtenerse ventajas de los cambios previstos en los tipos de interés así como asegurar la obtención de liquidez de un instrumento financiero antes de su vencimiento, "son una respuesta artificial a la volatilidad de las tasas de interés".

Ejemplo: Manuel le vende a Santiago un contrato de futuros, el activo subyacente son Letras Del Tesoro americanas por un valor nominal de \$1.000, con fecha de vencimiento dentro de 6 meses. El precio pactado es de \$960 lo que equivale un descuento de la tasa de interés equivalente al 4%, Santiago se compromete a cumplir lo pactado.

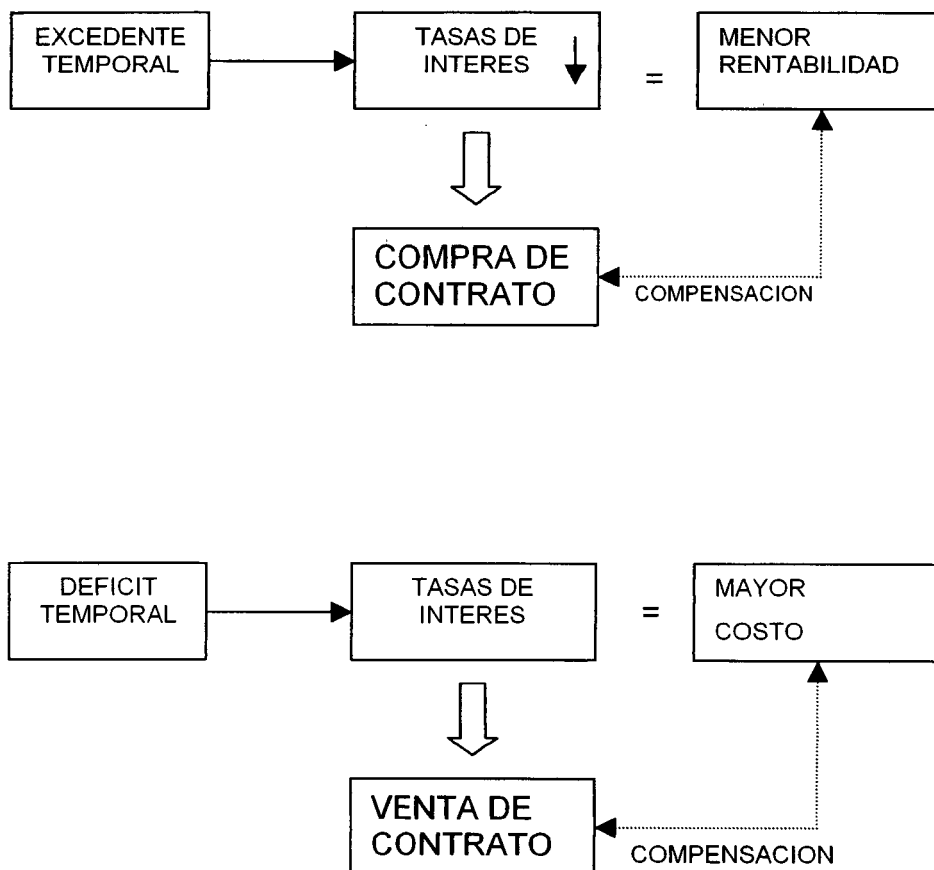
A los 6 meses la tasa de interés baja al 2%, es decir, que el valor del mercado de las Letras es de \$980, por lo cual Santiago se siente feliz de haber pagado solo \$960. Pero si la tasa de interés hubiera aumentado al 6% el valor en el mercado seria de \$940, por lo cual Santiago pagaría un valor superior al del mercado en ese momento.

Para cubrirse de la variación de la tasa de interés existe un contrato llamado a posteriori en el cual la incertidumbre es sobre la tasa de interés inicial.

El propósito de esto es lograr una posición equilibrada que compense dos tipos de pérdidas:

- Las pérdidas que sufren los rendimientos de los títulos de un portafolio de inversión.
- Las pérdidas por la subida de los costos de los créditos, desde el ángulo de la financiación.

### Grafico 12. Gestión de Tesorería con Futuros Financieros



Fuente: "Introducción al Mundo del Mercado de Capitales" Mariana Montalvo G.

Debido a lo anterior existen dos tipos de coberturas:

- Cobertura de posición corta: esta se utiliza para protegerse en el caso de un incremento en las tasas de interés, lo cual afectaría los créditos requeridos. En este caso se vende un contrato de futuro.
- Cobertura de posición larga: se produce cuando los inversionistas desean protegerse ante posibles caídas de las tasas de interés, lo cual perjudicaría las inversiones. En este caso se compran contratos de futuros.

Al establecer este tipo de coberturas se trata de obtener una posición opuesta a la adquirida previamente de esta manera si el mercado cambia repentinamente se esta protegido contra estos.

### *3. Futuros sobre índices bursátiles:*

El índice bursátil es un indicador que señala las variaciones en valor de una cartera hipotética de acciones (El peso de una acción en la cartera es igual a la proporción de la cartera invertida en la acción).

El incremento porcentual de un índice bursátil en un lapso corto de tiempo se define como el incremento porcentual en el valor total de las acciones que conforman la cartera en ese momento.

Una regla general del índice bursátil es que no se ajusta cuando las acciones de la cartera reciben dividendos en efectivo, es decir, que estos pagos no son considerados cuando se calculan las variaciones porcentuales del índice.

Es importante recalcar que el peso asignado a cada acción en la cartera no permanece fijo, por ejemplo si el precio de una acción de la cartera aumenta más rápido que las demás automáticamente se le asigna un mayor peso a esa acción; si el caso fuera que el precio de una acción aumente más rápido que las demás, entonces la cantidad de acciones en la cartera debe ser reducida para mantener la proporción del valor de esa acción en la cartera.



Los índices bursátiles fueron diseñados para mostrar los movimientos globales en un número importante de acciones. El rendimiento de un índice representa el retorno de una cartera de acciones muy diversificada, es decir, nos muestra una buena aproximación del retorno de una acción con riesgo promedio en el mercado, el rendimiento también es importante porque es una referencia para juzgar el resultado de una alternativa de inversión.

Los índices bursátiles se diferencian en el rango de las acciones, la ponderación de las acciones y la forma matemática de calcular el valor del índice. Entre los principales índices bursátiles<sup>45</sup> con mayor presencia en el mercado tenemos los siguientes:

- *The Standard and Poor's 500 (S&P500) Index*: Este es un índice que se sustenta en una cartera de 500 acciones diferentes: 400 de empresas industriales, 40 empresas de electricidad, 20 empresas de transporte y 40 instituciones financieras. Cada una de las acciones en el índice tiene un peso diferente en el cálculo del índice, que es proporcional al valor total de la acción en el mercado: (capitalización<sup>46</sup> en el mercado)

***Precio por acción \* # de acciones en circulación***

El valor del índice se reporta relativo al valor durante el período de 1941-1943, que le fue asignado 10. Debido a la amplia selección de las acciones más importantes, este índice representa aproximadamente el 80% de la capitalización de mercado de todas las acciones que se cotizan en el New York Stock Exchange.

- *The Standard and Poor's MidCap 400 Index*: Este índice es similar al S&P 500, pero se sustenta en una cartera de acciones de 400 empresas que tienen menor capitalización de mercado que las del índice S&P 500.

---

<sup>45</sup> Tomado del Libro "Futuros, Opciones y Swaps" Moisés Tacle G.

<sup>46</sup> Convertir en capital.

- *The Value Line Index*: Se basa en el retorno promedio (media geométrica) de una cartera de aproximadamente 1500 acciones con pesos iguales en la composición de la cartera.
- *The Major Market Index (MMI Index)*: Este índice, introducido en septiembre de 1983 por "The American Stock Exchange", está constituido con 20 acciones de las más importantes empresas (blues chips) que se cotizan en Estados Unidos, y mide las variaciones del precio promedio ponderado de estas acciones.
- *The New York Stock Exchange (NYSE) Composite Index*: Es un índice con las mismas características que el S&P 500 pero incluye todas las acciones que se cotizan en el New York Stock Exchange.
- *The Goldman Sachs Commodity Index (GSCI)*: Este índice bursátil no es un índice de acciones. El activo subyacente en este caso es un índice muy amplio de precios de productos. Todas las categorías importantes de productos están representadas en el índice, tales como energía, cereales, granos, ganado en pie y metales.
- *The Nikkei 225 Stock Average*: Mide las variaciones del precio promedio de 225 acciones de las empresas más importantes que se cotizan en la bolsa de Tokio (Tokio Stock Exchange).
- *The CAC-40 Index*: Este índice comprende las acciones de las 40 más importantes empresas cuyas acciones se cotizan en las bolsas de Francia.
- *The FT-SE 100 Index*: Representa una cartera con acciones de las 100 más importantes empresas del Reino Unido que se cotizan en la bolsa de Londres (Londón Stock Exchange).

- *The All Ordinaries Share Price Index*.: Es un índice que refleja adecuadamente las variaciones de precios de una cartera integrada exclusivamente por valores que se cotizan en las bolsas de Australia.

Los Futuros sobre Índices Bursátiles representa una integración del mercado de acciones y el mercado de los contratos de futuros, esta es importante en el mundo de los negocios de inversión. Las firmas de corretaje y la banca de inversión han incorporado estos contratos de futuros en sus operaciones de negocios especialmente como cobertura de riesgo y arbitraje de su propio capital de inversión, de esta manera obteniendo una gran liquidez y eficiencia del mercado.

Los Futuros sobre Índices Bursátiles es un contrato donde el vendedor se compromete a pagar:

$$\text{Valor a Pagar} = \text{Valor final del índice sobre el que se hace el contrato} * \left( \text{Valor vencimiento} - \text{Valor pactado} \right)$$

Ejemplo:

En este momento un futuro sobre el S&P 500 vale \$500; si compramos un futuro a \$520 y a su vencimiento el índice S&P 500 vale \$535, habremos ganado \$500 pesos por cada punto de diferencia entre el valor de compra del índice (\$520) y el valor a la fecha de expiración del contrato (\$535; el vendedor nos tendrá que entregar:

$$\$7500 = 500 * (535 - 520)$$

En la siguiente figura se muestran las cotizaciones para un día determinado de algunos de los principales contratos de futuros sobre índices bursátiles.

**Figura 10. Cotizaciones de contratos de futuros sobre índices bursátiles.**

|                                                                                                                           | Open   | High   | Low    | Settle | Lifetime<br>Change | High   | Low    | Open<br>Interest |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------------------|--------|--------|------------------|
| <b>- INDEX -</b>                                                                                                          |        |        |        |        |                    |        |        |                  |
| <b>S&amp;P 500 INDEX (CME) \$500 times index.</b>                                                                         |        |        |        |        |                    |        |        |                  |
| Sept                                                                                                                      | 570.95 | 571.30 | 569.50 | 571.00 | -.15               | 571.30 | 456.30 | 134,978          |
| Dec                                                                                                                       | 575.30 | 576.00 | 574.20 | 575.70 | -.15               | 576.00 | 474.50 | 83,839           |
| Mr96                                                                                                                      | 579.50 | 580.50 | 578.90 | 580.40 | -.05               | 580.50 | 511.00 | 3,756            |
| June                                                                                                                      | 585.60 | 585.60 | 584.00 | 585.30 | +.15               | 585.60 | 554.25 | 1,232            |
| Est vol 116,362; vol Wed 110,824; open int. 223,805; + 4,912.<br>Indx prelim High 571.11; Low 569.23; Close 570.29; + .12 |        |        |        |        |                    |        |        |                  |
| <b>S&amp;P MIDCAP 400 (CME) \$500 times index.</b>                                                                        |        |        |        |        |                    |        |        |                  |
| Sept                                                                                                                      | 216.00 | 216.90 | 215.90 | 216.25 | +.05               | 216.90 | 168.30 | 10,150           |
| Dec                                                                                                                       | 218.40 | 219.15 | 218.30 | 218.60 | +.10               | 219.15 | 174.45 | 2,774            |
| Est vol 3,958; vol Wed 3,573; open int. 12,955; + 173.<br>The index: High 215.96; Low 215.13; Close 215.52; + .08         |        |        |        |        |                    |        |        |                  |
| <b>NIKKEI 225 STOCK AVERAGE(CME) - \$5 times index.</b>                                                                   |        |        |        |        |                    |        |        |                  |
| Sept                                                                                                                      | 17630. | 17650. | 17510. | 17620. | -.25               | 20625. | 14500. | 23,852           |
| Dec                                                                                                                       | 17770. | 17770. | 17625. | 17735. | -.20               | 20315. | 14530. | 24,975           |
| Jun96                                                                                                                     | ----   | ----   | ----   | 17835. | -.20               | 18350. | 14655. | 253              |
| Est vol 13,618; vol Wed 16,018; open int 49,121; +3,480.<br>The index: High 17713.53; Low 17511.68; Close 17621.18; + .80 |        |        |        |        |                    |        |        |                  |
| <b>GSCI (CME) - \$250 times nearby index</b>                                                                              |        |        |        |        |                    |        |        |                  |
| Oct                                                                                                                       | 182.10 | 182.10 | 181.00 | 181.80 | -.30               | 184.40 | 173.60 | 12,231           |
| Dec                                                                                                                       | -----  | -----  | -----  | 182.60 | -.70               | 184.30 | 178.00 | 435              |
| Est vol 570; vol Wed 1,190; open int 12,666.<br>The index: High 181.54; Low 180.53; Close 181.17; - .34                   |        |        |        |        |                    |        |        |                  |
| <b>CAC -40 STOCK INDEX (MATIF) - FFfr 200 per index pt.</b>                                                               |        |        |        |        |                    |        |        |                  |
| Sept                                                                                                                      | 1895.0 | 1900.0 | 1864.0 | 1867.0 | - 26.5             | 1998.0 | 1866.0 | 50,111           |
| Oct                                                                                                                       | 1903.0 | 1903.0 | 1910.0 | 1880.0 | - 26.5             | 2025.0 | 1736.0 | 511              |
| Dec                                                                                                                       | 1920.5 | 1925.5 | 1890.0 | 1893.0 | - 26.5             | 2038.0 | 1893.0 | 2,509            |
| Mr96                                                                                                                      | -----  | -----  | -----  | 1917.5 | - 26.5             | 2043.0 | 1916.0 | 3,039            |
| Est vol 18,579; vol Wed 11,281; open int 56,170, - 277.                                                                   |        |        |        |        |                    |        |        |                  |

Fuente: The Wall Street Journal Publicada el 8 de septiembre de 1995.

Estos contratos se liquidan siempre en dinero y no con la entrega del activo subyacente, en la mayoría de los contratos el precio de liquidación en el último día de transacción se fija igual al precio del cierre del índice en ese día, existen excepciones como para S&P 500 el precio se fija como el valor del índice calculado de los precios de apertura del día siguiente, en este caso el último día de transacciones es el jueves antes del tercer viernes del mes de entrega del contrato.

La cotización de los futuros sobre índices es como cualquier otro producto financiero, por lo general las bolsas establecen límites a las variaciones de precios registrados en un solo día (entre un 5 y 10%) para evitar la excesiva volatilidad de los precios, también existe un límite mínimo en el cambio de precio conocido como *tick*, el cual normalmente es de 0.05 puntos, por ejemplo: para S&P 500 el *tick* es de  $0.05 * 500 = 25$ .

Los futuros sobre índices bursátiles requieren por parte del comprador y vendedor: dos tipos de márgenes:

- **margen inicial:** Es la cantidad de dinero que hay que depositar al inicio del contrato y suele ser pequeña en relación al valor del contrato.
- **margen de mantenimiento:** Son las cantidades sucesivas que hay que ir depositando para cubrir las posibles pérdidas en caso de que la cotización se mueva en sentido contrario al de nuestra posición, es decir, el comprador tendrá que ir depositando más dinero a medida que la cotización de su contrato descienda, de igual manera en el caso del vendedor cuando la cotización del índice se incrementa.

El margen varía según el tipo del contrato y según la posición del comprador (para el especulador, para el que realiza cobertura de riesgo y para el arbitrajista).

Las pérdidas y ganancias se contabilizan diariamente en las respectivas cuentas del comprador y vendedor, volviendo a el ejemplo anterior el contrato a futuro sobre el S&P 500 costaba \$520, si contraemos una obligación por \$260.000, pero la cantidad a depositar por la garantía es de solo \$20.000 por contrato (\$10.000 de margen inicial y \$10.000 de margen de mantenimiento). Si al día siguiente la cotización del contrato desciende dos puntos (\$520) se habrá perdido \$1.000 ( $2 * 500$ ), se tendrá que reponer \$1.000 en nuestra cuenta de garantía, igualmente el vendedor recibirá un abono de \$1.000 en su cuenta.

El ejemplo<sup>47</sup> adicional:

- El tamaño de un contrato sobre el índice bursátil Nikkei 225 es igual a 1.000 yenes, que es la cantidad estandarizada. Un inversionista adquiere un contrato por 20.000 puntos (precio de compra) equivalente a 20 millones de yenes, es decir, que este inversionista esta comprando un contrato de futuro sobre el Nikkei 225, que es como si comprara acciones de las 225 empresas cotizadas en la Bolsa de Tokio, por un valor de 20 millones de yenes.
- Mientras el inversionista mantenga una posición abierta, todos los días se liquidan sus ganancias o perdidas en la Cámara de Compensación. Si el contrato de futuros cierra en 20.300, entonces obtiene una ganancia de 300 mil yenes (300 puntos multiplicados por 1.000 yenes). En forma similar, se van liquidando todo los días las ganancias o pérdidas. La liquidación diaria se presentaría así:

**Tabla 5. Liquidación diaria**

| FECHA | PRECIO DE COMPRA | PRECIO DE VENTA | PRECIO DE CIERRE | GANANCIA (PERDIDA) DIARIA (1) | GANANCIA (PERDIDA) ACUMULADA (2) |
|-------|------------------|-----------------|------------------|-------------------------------|----------------------------------|
| Día 1 | 20.000           |                 | 20.300           | 300                           | 300                              |
| Día 2 |                  |                 | 20.550           | 250                           | 550                              |
| Día 3 |                  |                 | 20.650           | 100                           | 650                              |
| Día 4 |                  |                 | 20.420           | (230)                         | 420                              |
| Día 5 |                  |                 | 20.270           | (150)                         | 270                              |
| Día 6 |                  |                 | 20.620           | 350                           | 620                              |
| Día 7 |                  |                 | 20.600           | (20)                          | 600                              |
| Día 8 |                  |                 | 20.800           | 200                           | 800                              |
| Día 9 |                  | 21.100          |                  | 300                           | 1.100                            |

Fuente: "Introducción al Mundo del Mercado de Capitales" Mariana Montalvo G.

El inversionista compro el contrato en 20.000, que es el valor máximo que esta dispuesto a pagar por la negociación, si el día 1 se cotiza en 20.300, el

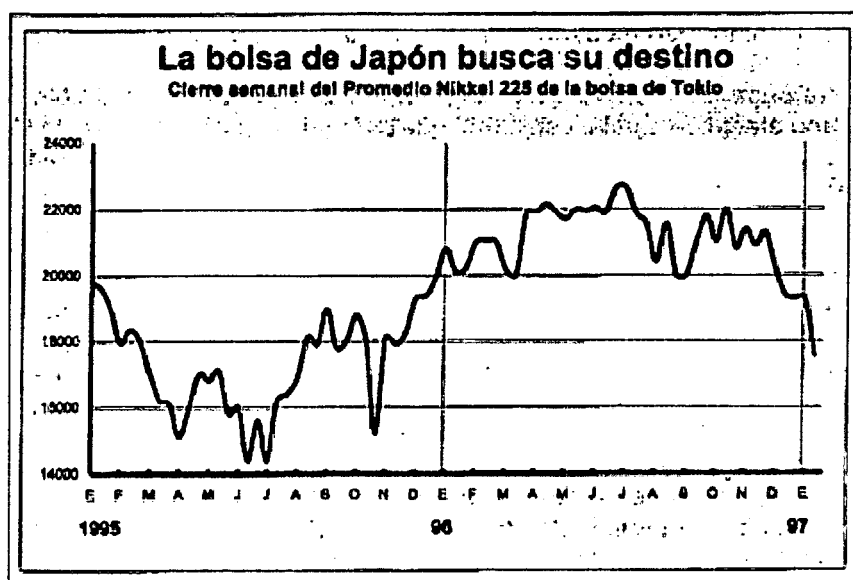
<sup>47</sup> Tomado de "Introducción al Mundo del Mercado de Capitales" Mariana Montalvo

inversionista podría venderlo y ganar 300 mil yenes (20.000 – 20.300), en este caso deja de tener una posición abierta.

- Si este contrato sigue vigente el día 9, la ganancia acumulada es de 1 millón, 100 mil yenes, que se comprueba así:

$$\begin{aligned}\text{Ganancia (perdida)} &= \text{precio de compra} - \text{precio de venta} \\ &= 20.0 \text{ millones yenes} - 21.1 \text{ millones yenes} \\ \text{Ganancia} &= 1.1 \text{ millón yenes}\end{aligned}$$

**Figura 11. La Bolsa de Japón busca su destino.**



Fuente: "Introducción al Mundo del Mercado de Capitales" Mariana Montalvo G.

Con respecto a la rentabilidad hay dos maneras de concebir esta:

- Calculando el beneficio entre los incrementos de las cotizaciones del índice. Ejemplo:

|                           |                     |
|---------------------------|---------------------|
| Valor del contrato:       | 20.0 millones yenes |
| Valor final del contrato: | 21.1 millones yenes |
| Incremento porcentual:    | 5.5%                |

- Revisando el rédito efectivo, que se calcula tomando en cuenta la utilidad sobre el valor entregado en garantía, en razón de que este fue el monto desembolsado únicamente:

|                         |                     |
|-------------------------|---------------------|
| Valor del contrato:     | 20.0 millones yenes |
| Porcentaje de garantía: | 25%                 |
| Garantía:               | 5.0 millones yenes  |
| Ganancia:               | 1.1 millón yenes    |
| Rentabilidad efectiva:  | 22%                 |

En esta forma se calcula la rentabilidad como efecto del apalancamiento, que multiplica los resultados y no es necesario que el inversionista deposite el 100% del precio del contrato de futuro, sino solo el 25% que es el valor exigido para avalizar la seriedad de la negociación.

Los índices bursátiles representan el comportamiento de un grupo de títulos accionarios, mientras mayor sea el número de títulos que conforman la canasta mayor será la posibilidad de que estos títulos se muevan en correlación con el índice.

Estos tipos de contratos se utilizan dependiendo del tipo de inversionista si son coberturistas o especuladores (este último concepto se revisó en el Cap. II).

**Coberturistas:** son los inversionistas que los utilizan para proteger el riesgo de un portafolio de títulos. Es decir si los precios de los títulos bajan en la fecha del vencimiento, esta pérdida se puede compensar con la ganancia obtenida al apostar al índice, o viceversa si al llegar la fecha del vencimiento el precio del índice supera el precio del contrato futuro, el tenedor de este debe cancelar la diferencia presentando pérdida, aunque esta puede ser contrarrestada con la ganancia que se obtiene si los precios de las acciones que conforman la canasta del índice aumentan.



La anterior situación también puede presentarse al revés, la ganancia obtenida si el precio del índice es inferior al precio del futuro, será disminuida con la pérdida ocasionada por la caída del valor de los títulos.

Un inversionista que posea varios títulos accionarios puede cubrirse del riesgo adquiriendo un *futuro sobre índices bursátiles* en el caso de un posible descenso de sus acciones, con lo anterior se obtendría una cobertura para conseguir una Posición neta libre de riesgo.

*Lógicamente para que estas compensaciones, sean adecuadas y exactas el portafolio de títulos debe contener los mismos títulos y en iguales proporciones al del índice bursátil elegido*<sup>48</sup>.

**Especuladores:** a diferencia de los coberturistas, estos esperan aprovecharse de los movimientos del mercado. Estos inversionistas son los que esperan que la bolsa baje o suba (dependiendo el tipo de contrato), de esta manera efectuar las operaciones contrarias y beneficiarse de las diferencias, por lo general los especuladores recompran las emisiones vendidas con el fin de lograr mayores ganancias.

Alrededor del mundo los *futuros sobre índices bursátiles* han alcanzado gran éxito debido a la alta volatilidad de las bolsas, desde 1994 las negociaciones en el mercado de futuros han sido la mayoría de los mercados mundiales.

### 3.6 Valoración de los Futuros

Cuando se compra un futuro, se esta comprando un activo el cual se va pagando en un determinado tiempo. El costo de esta operación es llamado el costo del futuro (F), es decir, si se compra un quintal de café a 6 meses F se pagara dentro de ese tiempo; no existe un desembolso inicial, por esto no hay

---

<sup>48</sup> Tomado del libro "Introducción al mundo del mercado de capitales" Mariana Montalvo.

costo de oportunidad, a excepción del depósito de garantía (puede ser título de renta fija que otorgue intereses durante la vida del contrato de futuro).

Si quisiéramos comprar café otra opción sería comprarlo y almacenarlo por 6 meses, el costo de esta posibilidad será el precio del café ahora en el mercado Spot (S) más el costo de oportunidad del dinero que inmovilizamos durante 6 meses: el interés (i) libre de riesgo que se podría obtener durante ese período. En la teoría estos dos costos deben ser iguales de lo contrario habría la posibilidad de arbitraje, aunque en este caso no sería posible debido a la convergencia de precios. Al analizar estas dos alternativas se podría realizar un beneficio libre de riesgo y comprar la que resulte más barata y vender la más cara. Si continuamos con el ejemplo anterior el precio del café en el mercado Spot es de \$10/qq, el interés libre de riesgo es de 1,5% mensual y el precio del futuro a 6 meses es de \$11/qq, es decir:

$$\begin{aligned}\text{Costo del café ahora} \quad S + (S * i) &= 10 + (10 * 0,015) \\ &= 10,15\end{aligned}$$

$$\text{Costo del futuro} \quad F = 11$$

En esta situación se podría realizar un arbitraje obteniendo un beneficio seguro, sin riesgo y sin comprometer ninguna cantidad. Se pediría un préstamo hoy de \$10, con el cual se compraría el café al precio Spot y se vendería hoy un contrato de futuro a 6 meses, dentro del cual obtendremos \$11, se entregaría el café y se cancelaría el préstamo (capital + interés = 10,15) obteniendo una ganancia de \$0,85.

Al ver los resultados del anterior ejemplo se podría invertir una cantidad infinita obteniendo una utilidad infinita, obviamente esta situación no es permanente ya que la demanda del café puede aumentar lo cual produciría un incremento en el precio Spot y reduciría el precio del futuro al aumentar la venta de estos, de esta forma los precios se llegarían a equilibrar.

El anterior sistema evita el arbitraje, aunque siempre encuentran pequeñas oportunidades en las cuales obtener un pequeño beneficio.

El principio fundamental de la valoración de futuros o teorema de la paridad de mercados de Futuro y Spot:

$$F = S * (1 + i)^t$$

Generalmente el activo subyacente conlleva un rendimiento el cual se dejaría de percibir al contraer el futuro, por lo tanto:

$$F = S + S * (i - y)^t \text{ o } S * (1 + i - y)^t$$

Donde:

F = precio de contrato de futuro

S = precio de producto en el mercado Spot

i = tipo de interés para el préstamo

y = tasa de rendimiento del activo subyacente

t = tiempo hasta la expiración

Entre el tipo de interés del préstamo y la tasa de rendimiento del activo subyacente debe existir una coherencia, es decir, los dos deben expresarse en la misma unidad de tiempo (mensual, semestral, trimestral, etc.)

El costo de acarreo ( $i - y$ ): es lo que cuesta solicitar el dinero prestado, comprar mercancía ahora y mantenerla hasta la fecha de entrega del contrato de futuro. En la práctica se deben tomar en cuenta otros factores para valorar los futuros como:

- Costo de transacción o corretajes en los mercados Spot y de futuro
- Disponibilidad de los activos correspondientes en el mercado Spot

Las posibilidades de arbitraje desaparecen al tomar en cuenta los anteriores factores. Algunas de las grandes firmas financieras poseen departamentos dedicados a monitorizar las posibilidades de arbitraje y explotarlo, ya que quien obtenga esta posibilidad la niega para los demás.

En conclusión la valoración de futuros se puede resumir en los siguientes puntos:

- El precio del futuro depende de:
  - El precio del activo subyacente en el mercado Spot
  - El rendimiento del activo subyacente hasta la fecha de entrega del contrato (intereses, dividendos, etc.)
  - El costo financiero: tipo de interés al que prestamos y al que tomamos prestado.
- El precio de futuro y el precio Spot convergen cuando se acerca la fecha de expiración y son iguales en esa fecha
- El riesgo de un futuro es mayor que el del activo subyacente por el mayor apalancamiento.

### **3.7 ¿En Ecuador Existe un Mercado de Futuros?**

En Ecuador si existe un mercado de Futuros. Existe porque existe la concepción mundial de un espacio (mercado) en donde se negocian contratos donde se pre-establecen los términos (plazo, cantidad, calidad y precio). Sin embargo en el Ecuador no se ejerce este tipo de instrumentos financieros a causa de la carencia de una cultura financiera debido a que la gente ni siquiera investiga que opciones hay, porque prefiere la seguridad de los instrumentos convencionales como son los bancarios, en donde aun cuando el rendimiento sea mínimo no implica el riesgo de una perdida total.

Otra razón por la cual los empresarios no se aventuran a experimentar en el mundo de los contratos de futuros es la falta de un Marco Institucional para el Mercado, que regule el cumplimiento de los términos por parte de los involucrados. La Institución encargada de instaurar normas deber ser la Bolsa de Valores.

Por las dos razones expuestas anteriormente podemos decir que no se prestan los elementos necesarios para crear una demanda de instrumentos financieros en el Ecuador y debido a la falta de esta hay una falta de oferta, por eso aun

cuando exista este mercado como concepto en la practica las condiciones para ejercerlo no son propicias.

Entonces podemos establecer un círculo vicioso porque aunque existe un marco legal impuesto por el Congreso Nacional<sup>49</sup>, no existe oferta ni demanda que amerite la creación de una normativa para el mercado de futuros en la Bolsa de Valores Ecuatoriana, y si no hay condiciones que garanticen el buen funcionamiento de este tipo de contratos no será posible que exista una cultura financiera ecuatoriana que apoye este tipo de negociaciones.

En Ecuador el día de hoy existe

- Mercado formal: Bolsas de Valores
- Mesas de dinero o mercado interbancario
- Inversionistas institucionales que operan directamente entre ellos
- Mercado no regulado ni controlado preponderante
- Mecanismo legal para la aclimatación REVNI

Actualmente se elaboro el Proyecto de Reglamento para la Implementación de un Sistema Transaccional para el Mercado OTC<sup>50</sup> (Over The Counter), conjuntamente con las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito, elaboraron el con ésta iniciativa se busca contribuir a incrementar los niveles de eficiencia y transparencia del mercado de valores y mejorar cualitativa y cuantitativamente la información a disposición de los agentes económicos.

El mercado OTC es un mercado no regulado de operaciones con valores no inscritos en Bolsa o valores que de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores no están obligados a negociarse utilizando los mecanismos formales bursátiles de negociación.

Las principales ventajas serian:

---

<sup>49</sup> LEY DE MERCADO DE VALORES (LEY No. 107) escrita en el año 1993 Anexo 1..

<sup>50</sup> Información proporcionada por la Bolsa de Valores de Quito.

- Incrementar los niveles de eficiencia y transparencia del mercado de valores
- Aprovechamiento de sistemas transaccionales probados, seguros y competitivos
- Economías de escala
- Generación de información simétrica, oportuna y pública
- Información de precios, volúmenes, generación de estadísticas
- Información histórica
- Menor carga de requisitos de inscripción y mantenimiento, utilización de mecanismos legales
- Posibilidad de contar con entidad compensatoria.
- Posibilidad de valorar adecuadamente los portafolios estableciendo vectores de precios
- Acceso de las PYMES a crédito a largo plazo y en condiciones financieras competitivas
- Posibilidad de crear un mercado de derivados
- Protección al inversionista

## **CAPITULO IV**

### **CONTRATOS A FUTURO DEL ACEITE DE OLIVA**

#### **4.1 EL ACEITE DE OLIVA**

El aceite de oliva es una industria milenaria. De su origen, en realidad, se sabe poco: se cree que el olivo en forma salvaje apareció en alguna parte de la cuenca mediterránea hacia el 12.000 AC. Los primeros en cultivarlo fueron probablemente los sirios o los minoicos entre el 3500 AC y el 2500 AC. Los minoicos llamaron al fruto del olivo elaiwa, que los griegos clásicos adoptaron como elaia, llamando elaion al aceite extraído del fruto del olivo. En latín, elaia y elaion se transformaron en olea u oliva y oleum.

Se cree que los modos de cultivar la aceituna y extraer aceite fueron introducidos en la península ibérica por comerciantes griegos y fenicios hacia el siglo VI AC. La palabra española aceite viene sin embargo del árabe az-zait que a su vez deriva del hebreo zait.

Desde la época de griegos y romanos el ciclo del aceite ha comenzado en el árbol, el olivo, cuya fruta, la aceituna, aparece en verano y madura junto con los fríos del invierno, a finales de noviembre. Tradicionalmente se han usado varas de madera o caña y redes o telas para sacudir suavemente las ramas del árbol y recoger el fruto en un proceso que lleva hasta marzo. Hoy por hoy las varas van siendo sustituidas por vibradores y recolectores mecánicos.

Tras el transporte del fruto a la almazara<sup>51</sup>, molino o fábrica de aceite, se procede al lavado de la aceituna para retirar ramas y hojas. A partir de ahí las

---

<sup>51</sup> Almazara: Explotación donde se encuentra el equipo necesario para la obtención del aceite de oliva.

aceitunas se muelen para obtener una pasta de aceituna. De aquí se pasa a la presión; tradicionalmente, se repartían capas de pasta batida bajo prensas hidráulicas, para luego separar por diferentes densidades el aceite de oliva, alpechín y orujo (que tras una transformación posterior dará lugar al aceite de orujo). En la actualidad la tecnología y la regulación han facilitado la optimización de estos procesos, usando decanters o centrifugadoras de tres fases y más recientemente de dos fases que permiten una separación más eficaz de los diferentes productos de la aceituna prensada.

Concentrémonos en el aceite: tras el filtrado el producto se analiza, y aquellos aceites que cumplen determinados requisitos organolépticos<sup>52</sup> y analíticos son envasados y distribuidos directamente como aceite de oliva virgen. Los aceites que no cumplen estos requisitos pasan a plantas de refino donde los maestros aceiteros corrigen los atributos defectuosos y los mezclan cuidadosamente con aceite de oliva virgen para su posterior envasado y distribución. El ciclo del aceite lo cierran los productos derivados del aceite (orujillo<sup>53</sup>) que pueden ser utilizados como combustible y fuente de energía que realimente la fábrica o almazara.

El aceite de oliva tiene usos fundamentalmente gastronómicos, donde es emblema de la dieta mediterránea. Muy resistente a altas temperaturas (unos 180° C de límite), resulta idóneo para freír o para su uso directo en multitud de recetas; al ser el zumo de la aceituna (es prácticamente el único aceite vegetal que puede consumirse crudo) conserva todo su sabor afrutado, antioxidantes (vitaminas E, K) y polifenoles, y la investigación médica ha resaltado sus efectos beneficiosos, al menos en comparación con el consumo de aceites de semillas, en especial en cuanto se refiere al riesgo de disfunciones digestivas y cardiovasculares.

---

<sup>52</sup> Organolépticos: Cualidades del aceite de oliva que se pueden percibir por los órganos de los sentidos: olor, sabor...

<sup>53</sup> Orujillo: Materia sólida residual, resultante de la extracción de aceite de orujo.



## **4.2 LA ECONOMIA DEL ACEITE**

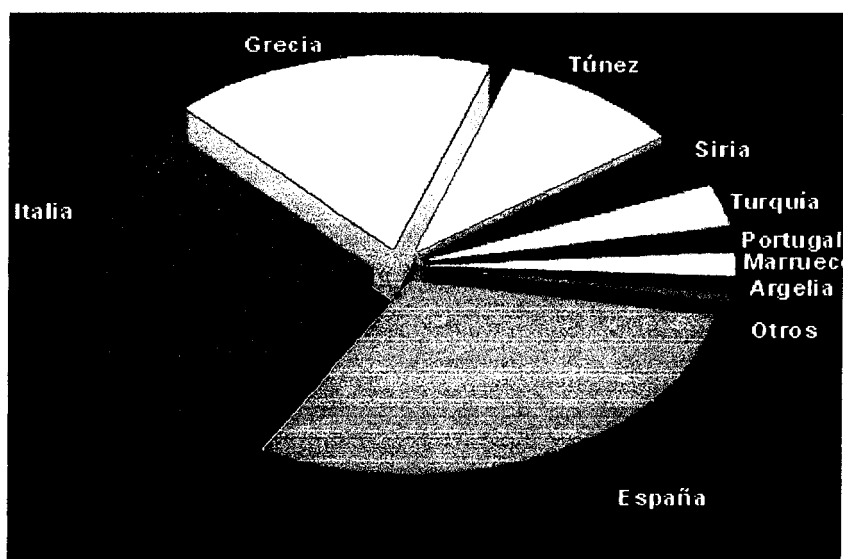
El mercado de origen de aceite de oliva tiene lugar en la fase de granel, donde los aceites vírgenes aptos para envasado directo se venden a las compañías envasadoras, y los aceites vírgenes para refinar se venden a plantas refinadoras.

La oferta de este escalón del sector del aceite la representan los agricultores y las almazaras. Según su naturaleza jurídica, las almazaras pueden ser asociativas –sociedades cooperativas o sociedades agrarias de transformación (SAT)-, industriales –sociedades limitadas o anónimas- y agrícolas –personas físicas que molturan su propia aceituna-. En España existen unas 1.700 almazaras, la mitad de las cuales son asociativas y en particular sociedades cooperativas, una figura de fuerte implantación en el sector.

La demanda de este escalón está sensiblemente más concentrada y la representan las plantas de envasado y refino, que a su vez son la oferta del mercado de aceite en botella, cuyos clientes son la distribución alimentaria y la exportación.

En términos globales es una industria eminentemente mediterránea: España e Italia producen la mitad de los aproximados 2 millones de toneladas de producción mundial, y el conjunto de la Unión Europea produce las tres cuartas partes; en España, primer productor, se encuentra algo más del 30% de la producción mundial y un cuarto de la superficie olivarera, que está dedicada aproximadamente en un 90% a la producción de aceite, siendo el 10% restante aceituna de mesa.

### Grafico 13. Producción de Aceite Oliva en Europa



Fuente: Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A. (MFAO)

Los usos del mercado en origen han evolucionado en distintas clasificaciones del aceite de oliva. Al hablar de mercado en origen nos referimos fundamentalmente al Aceite de Oliva Virgen, que es aquel aceite obtenido exclusivamente por procedimientos mecánicos o por otros medios físicos en condiciones, especialmente térmicas, que no produzcan la alteración del aceite, que no haya tenido más tratamiento que el lavado, la decantación, la centrifugación y el filtrado.

Dentro de esta categoría, el Reglamento (CE) nº 1019/2002 de la Unión Europea realiza la siguiente clasificación en función de la acidez:

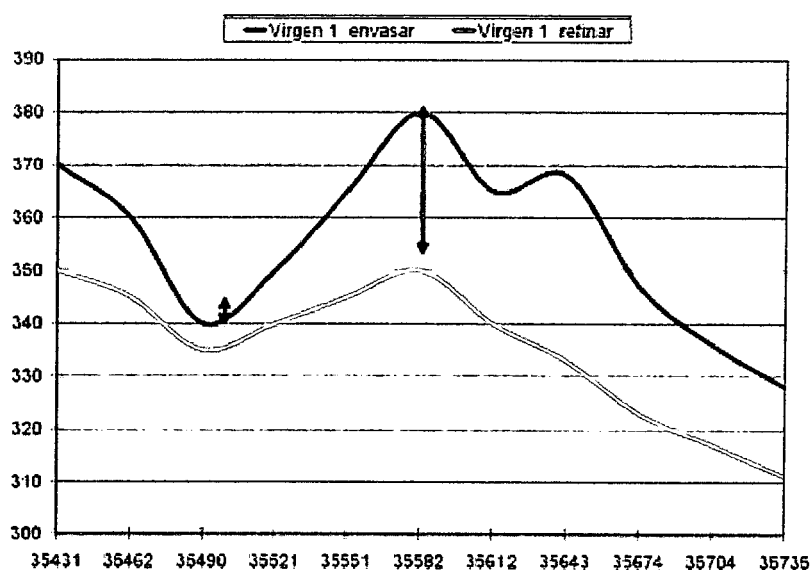
- Aceite de oliva virgen extra: acidez menor o igual a 0,8 °
- Aceite de oliva virgen: acidez menor o igual a 2 °
- Aceite de oliva lampante: acidez superior a 2 °

La cosecha de aceituna depende en gran medida de las condiciones meteorológicas y en particular de las precipitaciones. La alternancia de años de sequía con años de lluvias provoca fuertes oscilaciones en la cosecha, que para España puede suponer pasar de 300.000 tm a 900.000 tm de un año a

otro sobre una media en el entorno de las 650.000 tm para las últimas 7 campañas, lo cual en parte explica la alta volatilidad del precio en origen.

Se trata en general de un mercado donde las tendencias son claras y relativamente persistentes en el tiempo, cuyos cambios vienen marcados por operaciones particulares y por la escasa transparencia; en ausencia de operaciones relevantes, noticias o hechos que supongan un giro de expectativas el mercado tiende a la continuación de tendencias. Veamos un ejemplo de la provincia de Jaén:

**Grafico 14. Precios del aceite virgen para envasar y para refinar.**



Fuente: Fundación del Olivar: Sistema POOL de Precios en Origen - media de precios en la última semana del mes de referencia. Junta de Andalucía - Consejería de Agricultura y Pesca: Boletín Semanal de Información Agraria.

El gráfico también parece mostrar que los precios del aceite virgen para envasar son menos sensibles a las caídas pronunciadas que los precios de los aceites lampantes para refinar: la diferencia de precios entre ambos tiende a ampliarse en episodios bajistas y a estrecharse en episodios alcistas.

Del lado del consumo, el mercado del aceite de oliva es una industria con gran potencial de crecimiento. A nivel mundial supone sólo un 4% del total de aceites y grasas vegetales: en este contexto el sector asume como su gran reto la conquista de cuota de mercado de estos productos sustitutivos de menor calidad en los mercados internacionales, particularmente en mercados del potencial de EE.UU. o Japón. Como suelen decir los productores ante la previsión de cosechas elevadas "el mundo es muy grande".

#### **4.3 MERCADO DE FUTUROS DEL ACEITE DE OLIVA**

El MFAO es la Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A. en España donde se realizan estos tipos de contratos, su pagina web es [www.mfao.es/](http://www.mfao.es/) de donde fue tomado este ejemplo.

#### **4.4 ENTIDADES QUE SON MIEMBROS DE MFAO:**

##### Miembros Liquidadores Custodios

- UNICAJA
- CAJA GRANADA
- CAJA DUERO
- BANCO POPULAR
- BANCO COOPERATIVO

##### Miembros Liquidadores:

- CAJA RURAL DE JAÉN
- CAJA RURAL DE GRANADA
- BANCO DE ANDALUCÍA
- LA CAIXA
- EL MONTE
- CAJA SAN FERNANDO

#### Miembros Negociadores:

- CAJA EXTREMADURA
- FINANDUERO

#### Miembros Industriales:

- GRUPO SOS

#### **4.4.1 ENTIDADES QUE HAN SOLICITADO SER MIEMBROS DE MFAO:**

- MUELOLIVA
- HOJIBLANCA
- CAJAMAR
- CAJASUR

#### **4.5 CONTRATO DE FUTUROS DE ACEITE DE OLIVA**

Los términos de estos contratos se especifican a continuación:

##### **4.5.1 CANTIDAD**

La cantidad de aceite de oliva objeto del Contrato de Futuros de MFAO (el "tamaño" del Contrato), según diseño propuesto, es de 1 tonelada por contrato.

Recordemos que esto no supone limitación alguna, porque se pueden hacer tantos Contratos de Futuros como se desee (dentro de los límites explicados más adelante).

Con este tamaño, se persiguen varios fines:

- el primordial es permitir a participantes de cualquier tamaño la operativa en MFAO.
- por otra parte, un contrato pequeño permite el ajuste máximo a las necesidades reales de cobertura, sin redondeos; si por ejemplo un

productor tiene almacenadas 2.721 toneladas de aceite y desea asegurarse su precio de venta, ofertará 2.721 Contratos de Futuros, sin redondeos, a través del Sistema de Negociación.

Para aquellos participantes que deseen llegar a la entrega física de aceite, como compradores o vendedores, se establecerá un mecanismo que organice las entregas en torno a lotes de entrega de múltiplos de 25 toneladas, con lo cual se protege la eficiencia del mercado de contado, en el cual los usos de comercio se basan en la capacidad típica de una cisterna.

#### **4.5.2 CALIDAD**

La calidad mínima aceptable para entrega en el Contrato de Futuros es aceite de oliva virgen (según la definición de la Unión Europea, es decir, zumo de aceituna extraído por procedimientos físicos y sin alteraciones térmicas), de calidad mínima lampante, según se indica en la misma normativa, con los siguientes requisitos adicionales:

Con este tamaño, se persiguen varios fines:

- acidez inferior a 5°. La acidez del aceite entregado servirá para revertir el precio a pagar según la convención "Base 1º", siendo el montante de la reversión de 30 Euros/Tn por cada grado de acidez que exceda de un grado.
- nivel de ceras inferior a 200 p.p.m.
- nivel de alcoholes alifáticos inferior a 350 p.p.m.

Por tanto, en términos generales, el aceite objeto del Contrato, y cuyo precio reflejará el Mercado de Futuros, será por tanto aceite de oliva virgen lampante, si bien se permite la entrega de aceite de otras calidades superiores siempre que se trate de aceite de oliva virgen.

##### **4.5.2.1 ¿Por qué lampante?**

Esto no significa que sólo los productores y compradores de aceite lampante

sean los interesados en usar MFAO: la calidad propuesta es el lampante en tanto que se trata del segmento más homogéneo, estandarizable y de análisis más objetivo del sector del aceite de oliva virgen, que además juega un papel de referencia de precios: el proceso normal de toma de decisiones en el sector suele ser averiguar en primera instancia el precio de mercado del aceite lampante tras lo cual cada participante infiere el precio de su mercancía en particular.

#### **4.5.2.2 Otras calidades y el cierre de posiciones**

Por otra parte, esto sí implica que aquellos participantes cuyo negocio no sea el aceite lampante normalmente no desearán llegar a la entrega física. Su curso de acción será cerrar la posición (vendiendo los Contratos de Futuros que compraron o comprando los Contratos de Futuros que vendieron) antes de que llegue la fecha de vencimiento.

Haciendo esto, los vendedores de aceite de oliva de cualquier calidad dispondrán de una herramienta financiera que les compensará económicamente cuando el precio del aceite "de referencia" (el lampante) caiga, y los compradores dispondrán de una herramienta financiera que les compensará económicamente cuando el precio del aceite "de referencia" (el lampante) suba. La cobertura será tanto más perfecta cuanto más al unísono se muevan los precios del aceite que cada participante trabaje con los precios del lampante.

En este sentido, la elección del aceite lampante como subyacente del Contrato de Futuros también responde a un estudio exhaustivo de correlaciones de precios entre las distintas calidades, tomando datos oficiales del MAPA y del Sistema POOL ([www.poolred.com](http://www.poolred.com)): en efecto, la correlación de precios entre el lampante y otras calidades es en todo momento positiva y fuerte, superando el 95% a nivel nacional y el 70% a nivel internacional.

### **4.5.3 VENCIMIENTO**

Se cotizarán en todo momento 7 vencimientos del Contrato de Futuros de MFAO, con la finalidad de que entren en cotización los vencimientos de dos campañas, siendo el más lejano en torno a un año a partir del momento presente. En el momento de vencer un contrato se admitirá a negociación el vencimiento siguiente al último mes de vencimiento vigente.

A la hora de escoger los vencimientos se ha intentado detectar aquellos momentos de la campaña en los cuales se da una mayor actividad. Aunque la recogida de la cosecha de aceituna se concentra en tres o cuatro meses (noviembre - febrero), las campañas de compraventa de aceite de oliva duran todo el año (1/Noviembre - 1/Noviembre). Por tanto parece razonable distribuir los vencimientos de los contratos de forma homogénea en el tiempo. Tras este análisis se han propuesto los siguientes vencimientos:

- Enero
- Marzo
- Mayo
- Julio
- Septiembre
- Noviembre

El día de vencimiento será el último día para poder cerrar una posición en un vencimiento o traspasarla al siguiente vencimiento, y este día será el tercer lunes de cada uno de estos meses. Inmediatamente después, todos aquellos que no hayan cerrado o traspasado sus Contratos de Futuros deberán entregar o recoger aceite de oliva, según sean vendedores o compradores.

En cualquier caso, lo habitual será que un buen número de participantes no deseen llegar a la entrega física (por no ajustarse la fecha de vencimiento a la fecha exacta de nuestra necesidad de comprar o vender aceite, por calidades distintas a las especificadas en el Contrato, o por otras razones), con lo cual antes de llegar la fecha de vencimiento cerrarán su posición (vendiendo si habían comprado o comprando si habían vendido) o la traspasarán al siguiente



vencimiento (ver: Caso Práctico. Pasar una posición de un vencimiento al siguiente).

#### **4.5.4 FORMA DE COTIZACION**

##### **4.5.4.1 Tamaño del Tick**

La fluctuación mínima del Contrato de Futuros será de 10 Euros (1.664 Ptas.). El precio se cotizará en Euros por Tonelada. Por ejemplo: el precio del Contrato de Futuros en un momento dado podría ser 1.800 Euros/Tm (unas 300.000 Ptas.). De ahí podría pasar a 1.810; 1.820; 1.830 ... siempre de 10 Euros en 10 Euros.

#### **4.5.5 PROCESO DE ENTREGA**

##### **4.5.5.1 ¿Quiénes entran en el proceso de entrega?**

Aquellos Contratos de Futuros que no hayan sido "cerrados" con una operación de signo contrario desembocarán en el proceso de entrega inmediatamente después de la fecha de vencimiento. El proceso propuesto sigue una serie de pasos documentales encaminados a garantizar la máxima seguridad. Los clientes serán apoyados por los Miembros del Mercado a través de los cuales tengan cuentas, en el seguimiento y cumplimiento de todos los trámites. Aquí ofrecemos una versión abreviada, que será detallada por Circular a todos los Miembros y objeto de atención específica en los Foros MFAO.

La filosofía general del proceso de entrega de MFAO es respetar en la medida de lo posible los usos y costumbres del sector, a la vez que mantener en todo momento el papel de la Cámara de Compensación como garante del buen fin de las operaciones. El proceso de entrega, por tanto, intenta mantener la vigilancia documental de la Cámara y a la vez minimizar los trasiegos de aceite, autorizando un número amplio de almacenes de tal forma que los vendedores que lo deseen puedan obtener autorización para su propio almacén. El proceso también contempla la no necesidad de un segundo análisis si el comprador no lo estima oportuno tras

conocer la identidad del vendedor y examinar el primer análisis.

Es por tanto un proceso ágil y adaptado a los usos de comercio que, si bien no es el enfoque primordial de un Mercado de Futuros (es previsible que un buen número de participantes cierre la posición antes de llegar a la entrega) no debe disuadir a aquel participante que desee usar esta posibilidad.

#### **4.5.5.2 Descripción del proceso de entrega**

Aquellos contratos de futuros que no hayan sido "cerrados" con una operación de signo contrario desembocarán en el proceso de entrega inmediatamente después de la fecha de vencimiento. El proceso propuesto sigue una serie de pasos documentales encaminados a garantizar la máxima seguridad. Los clientes serán apoyados por los Miembros del Mercado a través de los cuales tengan cuentas en el seguimiento y cumplimiento de todos los trámites. Aquí ofrecemos una versión abreviada, que será detallada por Circular a todos los Miembros y clientes de MFAO y objeto de atención específica en los Foros de formación.

La filosofía general del proceso de entrega de MFAO es respetar en la medida de lo posible los usos y costumbres del sector, a la vez que mantener en todo momento el papel de la Cámara de Compensación como garante del buen fin de las operaciones.

Llamaremos "D" a la fecha de vencimiento del Contrato de Futuros (ver apartado sobre Vencimientos), y se entenderá que los días siguientes marcados serán días hábiles. Estos son todos los acontecimientos que implican a aquellos que hayan deseado llegar a la entrega física:

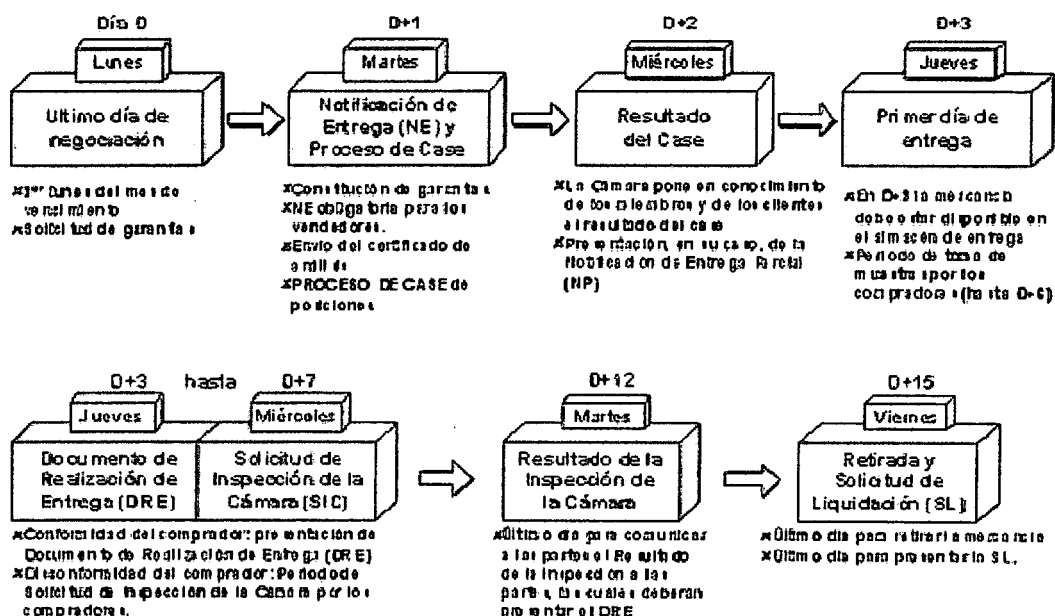
**Tabla 6. Apartado sobre vencimientos**

| DIA D:      | FECHA DE VENCIMIENTO  | ÚLTIMO DÍA DE NEGOCIACIÓN:                                                                                                                                                                                                                             |
|-------------|-----------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|             | Antes de 15:00        | La Sociedad Rectora determina y comunica el precio de cierre al vencimiento.                                                                                                                                                                           |
| <b>D+1</b>  |                       |                                                                                                                                                                                                                                                        |
|             | Antes de 12:00        | Los miembros con posiciones abiertas depositan las garantías al vencimiento. (102% Compradores y 20% Vendedores)                                                                                                                                       |
|             | Antes de 15:00        | Vendedores (y compradores opcionalmente) presentan a MFAO la notificación de entrega (NE) y una copia del certificado de análisis químico original de cada lote que componga la entrega.                                                               |
| <b>D+2</b>  |                       |                                                                                                                                                                                                                                                        |
|             | CASE DE POSICIONES    | (MFAO asigna vendedores y compradores)                                                                                                                                                                                                                 |
|             | Desde las 10.00       | MFAO pone a disposición de los miembros del mercado el resultado del case de posiciones.                                                                                                                                                               |
|             | Antes de 15:00        | MFAO comunica a cada participante la/s contraparte/s asignada/s.                                                                                                                                                                                       |
|             | Antes de 19:00        | Los vendedores presentan MFAO, si procede, la notificación de entregas parciales (NP).                                                                                                                                                                 |
| <b>D+3</b>  | Primer día de Entrega | Los compradores pueden retirar la mercancía del Almacén de Entrega, dando su conformidad con la entrega, o pueden tomar muestras para su análisis.                                                                                                     |
| <b>D+7</b>  |                       | Último día para que los compradores den su conformidad o no, con la entrega:                                                                                                                                                                           |
|             | Antes de 12:00        | Presentando a MFAO el DOCUMENTO DE REALIZACIÓN DE ENTREGA (DRE) o, en caso de discrepancias, la SOLICITUD DE INSPECCIÓN DE LA CÁMARA (SIC).                                                                                                            |
|             | Antes de 19:00        | El comprador debe enviar el DRE al vendedor. El vendedor debe enviar el DRE a MFAO (firmado, con copia al comprador).                                                                                                                                  |
| <b>D+12</b> |                       | Último día para que MFAO supervise la mercancía:                                                                                                                                                                                                       |
|             | Antes de 19:00        | MFAO comunica a compradores y vendedores el resultado de la inspección: si no hay incumplimiento, los compradores deberán retirar la mercancía obligatoriamente. Antes de retirar la mercancía ambas partes deberán firmar el DRE, y remitirlo a MFAO. |
| <b>D+15</b> |                       | Último día para que el comprador retire la mercancía del Almacén de Entrega:                                                                                                                                                                           |
|             | Antes de 18:00        | El vendedor debe presentar la SOLICITUD DE LIQUIDACIÓN (SL) a MFAO y enviar una copia de la misma al comprador.                                                                                                                                        |
|             | Antes de 19:00        | El comprador debe firmar la SL y enviarla a MFAO.                                                                                                                                                                                                      |

Fuente: Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A. (MFAO)

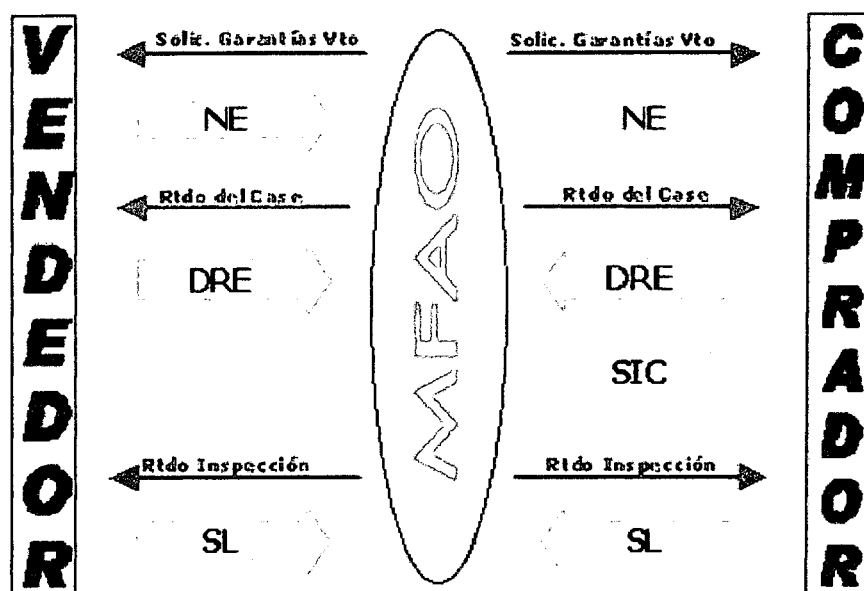
Es por tanto un proceso ágil y adaptado a los usos de comercio que, si bien no es el enfoque primordial de un Mercado de Futuros (es previsible que un buen número de participantes cierre la posición antes de llegar a la entrega) no debe disuadir a aquel participante que desee usar esta posibilidad.

**Figura 12. Acontecimientos implicados cuando se llega a la entrega física del activo subyacente.**



Fuente: Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A. (MFAO)

**Figura 13. Esquema de la posición del vendedor y el comprador con el MFAO.**



Fuente: Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A. (MFAO)

- NE = Notificación de Entrega
- DRE = Documento de Realización de Entrega
- SIC = Solicitud de Inspección de la Cámara
- SL = Solicitud de Liquidación

#### **4.5.5.3 Incumplimientos**

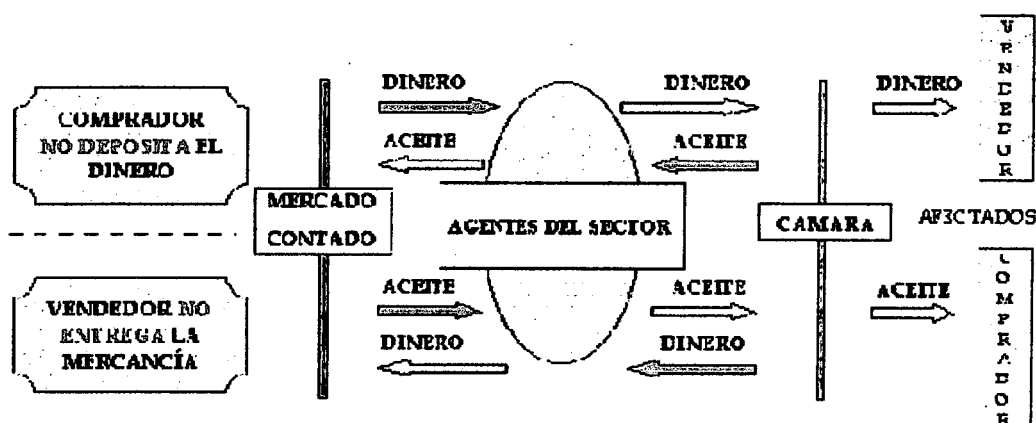
MFAO tiene previstos mecanismos de actuación rápidos en el caso de que alguna de las partes incumpla las obligaciones derivadas del proceso de entrega. Para ello, MFAO establecerá acuerdos con empresas del sector (corredores del aceite,

productores u otros), que se comprometan a:

- en caso de incumplimiento del comprador (no pagar), vender el aceite entregado por el vendedor en el mercado.
- en caso de incumplimiento del vendedor (no entregar aceite o entregar aceite que no cumple los requisitos), buscar aceite en el mercado y entregárselo al comprador.

En ambos casos se ejecutarán las garantías del cliente incumplidor, que queda igualmente sujeto a otras actuaciones sancionadoras.

**Figura 14. Esquema cuando alguna de las partes incumple las obligaciones del proceso de entrega.**



Fuente: Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A. (MFAO)

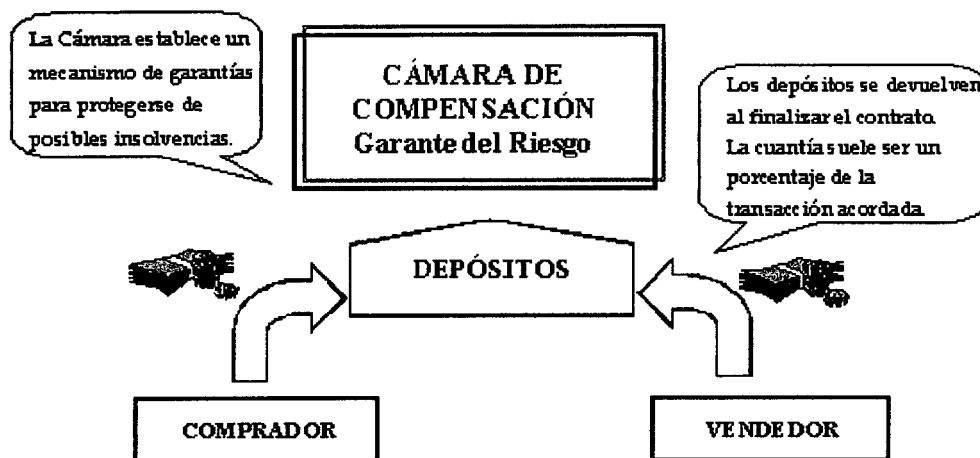
#### 4.5.6 GARANTIAS

¿Qué son las Garantías?

MFAO establece un sistema de Garantías, al igual que el resto de los Mercados de Futuros (ver Capítulo IV sobre la Cámara de Compensación) como primer mecanismo de salvaguarda financiera frente a posibles

incumplimientos de los participantes. Como vimos, las garantías son una cantidad de dinero que se exige a cada una de las dos partes de un Contrato de Futuros en el momento de abrirse una posición.

**Figura 15. Esquema de cómo la Cámara de Compensación garantiza el cumplimiento del proceso**



Fuente: Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A. (MFAO)

#### **4.5.6.1 CLASES DE GARANTÍAS**

La Sociedad Rectora puede exigir las siguientes clases de Garantías:

- Garantía Inicial, depósito de carácter permanente exigible a Miembros Liquidadores y Liquidadores Custodios.
- Garantía Diaria, consistente en la garantía variable relativa a las posiciones tomadas en el mercado exigible a los Clientes y Miembros del Mercado.
- Garantía Extraordinaria, consistente en una garantía adicional a la

Sociedad Rectora estime de alto riesgo. En concreto uno de los casos en que se exigirán se dará en el momento que el precio de futuro supere el límite de fluctuación diaria máxima establecido.

Los depósitos en garantía son recuperables a cierre de la posición o vencimiento (una vez realizada la entrega/pago), siempre que el titular de la cuenta haya cumplido con sus obligaciones frente al Mercado y la Cámara.

Las Garantías estarán bajo el control y, en su caso, la titularidad de MFAO, que podrá exigir su traslado en todo momento. Estas Garantías constituidas a favor de MFAO, garantizan todas las cantidades que sean debidas al Mercado por el Cliente o el Miembro obligado a constituir las, en relación a transacciones realizadas en el Mercado de futuros.

MFAO no será el beneficiario final de los rendimientos que las Garantías constituidas puedan generar, ni soportará costes asociados a las mismas.

#### **4.5.7 LIQUIDACION DIARIA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS**

##### **¿Qué es la Liquidación Diaria?**

Anteriormente descubríamos cómo mediante el Contrato de Futuros, el comprador y el vendedor "fijan" hoy el precio de una transacción que tendrá lugar en una fecha futura (ver Contrato de Futuros sobre el Aceite de oliva). Conceptualmente explicábamos que en el vencimiento del contrato las partes realizan la transacción al precio acordado independientemente del precio de mercado del bien en ese momento.

En realidad, la evolución de precios entre la fecha del acuerdo (la fecha en la que se abre la posición) y la fecha de vencimiento se va cargando o abonando ("liquidando") diariamente en las cuentas de los contratantes.

Las variaciones diarias en el precio del Contrato de Futuros se repercuten de forma diaria en las cuentas de Pérdidas y Ganancias de los Clientes.



Las variaciones diarias en el precio del Contrato de Futuros se repercuten de forma diaria en las cuentas de Pérdidas y Ganancias de los Clientes.

Al vencer el Contrato, el precio al que se efectúa la transacción física (entrega y pago) es el Precio Oficial de Vencimiento del Contrato.

Veamos a través de un ejemplo sencillo como se irían practicando diariamente los cargos y abonos en las cuentas de los partícipes de forma simétrica (lo que se carga en la cuenta de uno es justo lo que se abona en la cuenta del otro). Supongamos una posición que se cruza el día D a 2.000 €/Tm. y ese mismo día el precio del contrato cierra a 2.050€/Tm.

- El día D+1 el precio del contrato sube a 2.075 €/Tm.
- El día D+2 el precio del contrato sube a 2.100 €/Tm. y el vendedor cierra su posición, comprando 1 contrato.
- El día D+3 el precio del contrato baja a 2.090 €/Tm. y el comprador cierra su posición, vendiendo 1 contrato.

**Tabla 7. Variación del deposito de garantías frente a la variación del precio de liquidación diaria**

| Día | Nº de Contratos | Deposito de Garantías | Precio de Liquidación Diario €/Tm | (Precio Cierre Hoy - Precio Cierre Día Anterior) en Euros/Tm | Liquidación diaria de P <sup>z</sup> y G <sup>z</sup> Comprador |    | Deposito Garantías Comprador | Liquidación diaria de P <sup>z</sup> y G <sup>z</sup> Vendedor |                          | Deposito Garantías Vendedor |
|-----|-----------------|-----------------------|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|----|------------------------------|----------------------------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------|
|     |                 |                       |                                   |                                                              | D                                                               | H  |                              | D                                                              | H                        |                             |
| D   | 1               | 12%                   | 2,000                             | 50                                                           |                                                                 | 50 | 246                          | 50                                                             |                          | 246                         |
| D+1 | 1               | 12%                   | 2,075                             | 25                                                           |                                                                 | 25 | 249                          | 25                                                             |                          | 249                         |
| D+2 | 1               | 12%                   | 2,100                             | 25                                                           |                                                                 | 25 | 252                          | 25                                                             |                          | 252                         |
| D+3 | 1               | 12%                   | 2,090                             | -10                                                          | -10                                                             |    | 251                          |                                                                |                          |                             |
|     |                 |                       |                                   |                                                              | Tota G <sup>z</sup> Comp                                        | 90 |                              | 100                                                            | Tota P <sup>z</sup> Vend |                             |

Fuente: Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A. (MFAO)

#### 4.5.8 LIMITES DE POSICION

mercado de aceite de oliva subyacente. Existirán límites a nivel de Miembro y a nivel de cliente.

Se han establecido los siguientes límites a la posición:

- Ningún Miembro o cliente puede tener una posición tal que las Garantías exigibles por la misma superen el 25% del total de las Garantías exigibles a todos los Miembros y clientes del Mercado.
- Las Garantías aportadas a un mismo Miembro Liquidador Custodio no podrán ser superiores al 40% de sus recursos propios.
- Límite Global por Cliente de 5.020 contratos en la suma de todos los vencimientos.
- Límites específicos por vencimientos.

Límites específicos por vencimientos.

Los Clientes coberturistas (los que tengan un riesgo de compraventa de aceite) podrán obtener una ampliación del límite, previa solicitud a la Cámara.

**Tabla 8. Resumen de las condiciones generales del contrato de futuros sobre aceites de oliva.**

|                                            |                                                                                                                                                                                                |
|--------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Activo Subyacente</b>                   | Aceite de Oliva Virgen, en origen.                                                                                                                                                             |
| <b>Calidad</b>                             | Calidad mínima "lampante", con las especificaciones que se recogen en la Circular de Normas de Calidad.                                                                                        |
| <b>Nominal: Tamaño del Contrato</b>        | Una tonelada métrica.                                                                                                                                                                          |
| <b>Vencimientos</b>                        | Los meses impares del año: Enero, Marzo, Mayo, Julio, Septiembre y Noviembre.                                                                                                                  |
| <b>Vencimientos Cotizados</b>              | Los SIETE vencimientos más próximos.                                                                                                                                                           |
| <b>Fecha de vencimiento</b>                | El tercer lunes del mes de vencimiento. Si éste no es día hábil, el vencimiento tendrá lugar el día hábil anterior.                                                                            |
| <b>Primer día de Negociación</b>           | El siguiente día hábil al último día de negociación del séptimo vencimiento anterior.                                                                                                          |
| <b>Último día de Negociación</b>           | La fecha de vencimiento (hasta la hora de cierre de sesión).                                                                                                                                   |
| <b>Horario de Negociación</b>              | Apertura de Mercado: 10:00<br>Apertura de Sesión de Negociación: 12:00<br>Cierre de Sesión de Negociación: 14:00<br>Cierre de Mercado: 14:00                                                   |
| <b>Cotización de Precio</b>                | En Euros por Tonelada sin IVA.                                                                                                                                                                 |
| <b>Variación Mínima de Precio (Tick)</b>   | 10 Euros por Tonelada (10 euros/ contrato).                                                                                                                                                    |
| <b>Variación Máxima del Precio</b>         | El 8% por encima o por debajo del último precio de cierre.                                                                                                                                     |
| <b>Forma de Liquidación</b>                | Por entrega física de la mercancía, a través del procedimiento ordinario establecido por el Mercado.                                                                                           |
| <b>Periodo de Entrega</b>                  | Dentro de los quince días laborales posteriores a la fecha de vencimiento, de acuerdo con el procedimiento ordinario.                                                                          |
| <b>Precios de Liquidación diaria</b>       | El precio de liquidación diario se calculará como la media ponderada de los precios a los que se han cruzado las operaciones del día, ponderando los precios por el volumen de cada operación. |
| <b>Liquidación de Pérdidas y Ganancias</b> | Diariamente, antes de la hora establecida por Circular, en efectivo, por diferencias respecto al Precio de Liquidación Diaria de la sesión anterior.                                           |
| <b>Liquidación de las Comisiones</b>       | Primer día hábil posterior a la fecha de la Transacción.                                                                                                                                       |
| <b>Garantías</b>                           | En general, el 12% del valor de la posición abierta en contratos multiplicado por el precio de cierre de la sesión (ver circular de Garantías).                                                |

Fuente: Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A. (MFAO)

#### 4.5.9 SISTEMA DE NEGOCIACIÓN

MFAO pone a disposición de todos los participantes un Sistema de Negociación electrónico, al que tendrán acceso directo todos los Miembros del Mercado (ver Miembros de MFAO), y a través de los cuales tendrá acceso el público en general. Para ello, los participantes interesados deben contactar con un Miembro del Mercado, abrir una o más cuentas, y comenzar a operar.

#### 4.5.10 LA INTRODUCCIÓN DE ÓRDENES

Una orden es una **intención firme de comprar o vender Contratos de Futuros** que es transmitida por un participante (cooperativa, almazara, refinería...) a un **Miembro del Mercado** con el que éste tenga un acuerdo (banco, caja u otro intermediario). Las órdenes son relativamente sencillas; sólo hace falta definir:

- el signo de la operación (comprar o vender)
- el número de Contratos de Futuros
- la calidad y vencimiento del contrato al que nos referimos
- el precio

**Por ejemplo:** "Quiero comprar 5 contratos de futuros sobre aceite lampante, Noviembre 2002, a 2.000 €/Tm." En el lenguaje de los mercados esta orden se llama "limitada" porque lleva un precio límite (2.000 €/Tm.), evidentemente si se puede comprar mejor el sistema asignará los mejores precios que haya en cada momento, y si no se puede ejecutar inmediatamente (si no hay oferta a ese precio o mejor), la orden permanece en el sistema por el período de tiempo estipulado (la práctica habitual es hasta que acabe la sesión aunque se puede especificar un plazo más extenso).

**Tabla 8. Contratos de futuros sobre aceite lampante, Noviembre 2002**

| Lampante Nov. 02 |              |        |
|------------------|--------------|--------|
| demanda          | nº contratos | oferta |
|                  | 50           | 1,950  |
|                  | 30           | 1,900  |
|                  | 20           | 1,870  |
| 1,790            | 20           |        |
| 1,790            | 25           |        |
| 1,760            | 35           |        |

Fuente: Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A. (MFAO)

#### 4.5.10.1 Otros tipos de órdenes

Hay otros tipos de órdenes; una orden **"por lo mejor"** o **"a mercado"** no lleva precio y supone buscar la mejor contrapartida y efectuar la operación de forma inmediata; por ejemplo **"compro 25 contratos por lo mejor"**. El sistema buscará la/s oferta/s más baratas y efectuará la operación.

Las órdenes **"limitadas inmediatas"** llevan precio límite pero si no se ejecutan inmediatamente se cancelan. Sería igual que decir al sistema **"si ahora mismo hay oferta a 1.800 €/Tm.o mejor, compro, y si no la hay, cancelo!"**.

Las órdenes **"stop"** son las más complejas: permanecen ocultas por el sistema hasta que el mercado cruza alguna operación a un precio determinado. Si esto ocurre, se dispara una orden, ya visible, que puede ser por lo mejor o limitada.

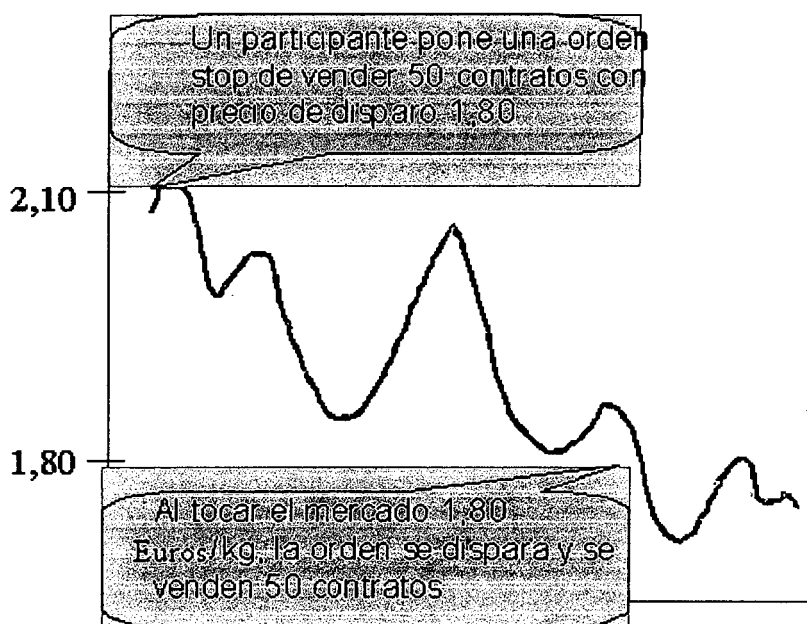
**Ejemplo de orden "stop" (por lo mejor):** Supongamos que el precio del aceite está bajando, y un inversor viene de comprar hace un mes a 2,10

por lo mejor o limitada.

**Ejemplo de orden "stop" (por lo mejor):** Supongamos que el precio del aceite está bajando, y un inversor viene de comprar hace un mes a 2,10 Euros/Kg. y decide limitar su riesgo, saliéndose del mercado en el momento que alcance los 1,80 Euros, evitando así pérdidas mayores. Este inversor diría "Quiero poner una orden stop de venta con precio de disparo 1,80 Euros, por lo mejor, para 50 contratos". Entonces, si el Contrato de Futuros llega a cruzar cualquier operación a 1,80 Euros/Kg., esta orden aparecerá en el mercado y, siendo por lo mejor, vendería inmediatamente 50 contratos a las mejores demandas.

El siguiente gráfico ilustra el anterior ejemplo:

**Gráfico 15. Ejemplo de orden "stop"**



Fuente: Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A. (MFAO)

#### 4.5.10.2 Modificación y prioridad de órdenes

Las órdenes, antes de ser ejecutadas, pueden ser modificadas a voluntad en términos de precio, cantidad o tiempo de permanencia en el sistema, o ser

#### **4.5.10.3 Cruce de operaciones y disseminación de información**

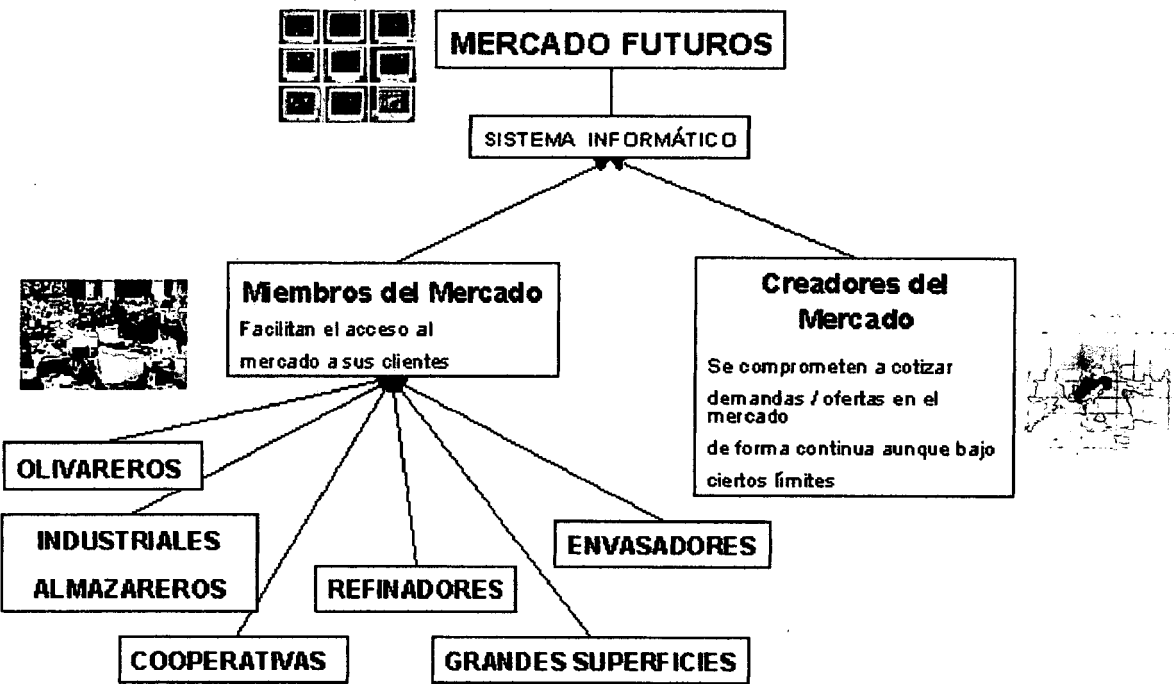
Cuando dos órdenes de signo opuesto y mismo precio coinciden en el sistema, nacen Contratos de Futuros. Los Miembros del Mercado tienen la obligación de comunicarlo inmediatamente a sus clientes, y de poner en marcha el sistema de depósitos de garantías (ver Garantías). El Sistema de Negociación registra el precio y volumen de la transacción y lo publica, de forma que todos los usuarios e interesados en el Mercado de Futuros puedan conocer en todo momento a qué precio se están cruzando contratos.

#### **4.5.11 OPERAR A TRAVÉS DEL LOS MIEMBROS DE MFAO**

##### **¿Qué son los Miembros de un Mercado de Futuros?**

En todos los Mercados de Futuros del mundo suelen existir una serie de instituciones que se llaman Miembros del Mercado. Estas instituciones son las únicas que tienen acceso directo al Sistema de Negociación del Mercado de Futuros para operar por cuenta propia, y a la vez facilitan el acceso a la operativa a otros participantes, normalmente clientes suyos.

Figura 16. Esquema del Mercado de Futuros



Fuente: Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A. (MFAO)

4.6 Tipología de los Miembros

Figura 17. Tipología de los Miembros que operan en MFAO



#### **4.6.1 Miembros Negociadores Financieros**

Para conseguir esta condición deberán:

- Ser Sociedad o Agencia de Valores, Banco, Cajas de Ahorros o alguna de las otras clases de entidades autorizadas en la Ley del Mercado de Valores para realizar operaciones de intermediación o negociación en Mercados secundarios.
- Celebrar un contrato con la Sociedad Rectora aceptando las reglas de actuación y funcionamiento.
- Deberán establecer un acuerdo con uno o varios Miembros Liquidadores que se encarguen de los cobros y pagos de su operativa o la de sus clientes.

Funciones:

- Negociar directamente en el mercado por cuenta propia y por cuenta de Clientes.

#### **4.6.2 Miembros Industriales (No Financieros)**

Serán empresas del sector aceitero (personas jurídicas) que desee ser operadores directos en el mercado de futuros.

Según el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, Artículo 59, "podrán ser Miembros de estos Mercados, las entidades que cumplan los requisitos del artículo 37 de la Ley. En el caso de mercados donde se negocien instrumentos financieros derivados con subyacente no financiero, reglamentariamente se podrá determinar la adquisición de dicha condición por otras entidades distintas a las antes señaladas, siempre que reúnan los requisitos de especialidad, profesionalidad y solvencia."

Además, para conseguir esta condición deberán:

- Celebrar un contrato con la Sociedad Rectora aceptando las reglas de actuación y funcionamiento.
- Constituir una Garantía Inicial a favor de la Sociedad Rectora con el fin de garantizar en todo momento el cumplimiento de sus obligaciones de constitución y mantenimiento de la Garantías relativas a posiciones abiertas y de todo tipo de liquidaciones de efectivos en los plazos estipulados.
- Deberán establecer un acuerdo con uno o varios Miembros Liquidadores que se encarguen de los cobros y pagos de su operativa o la de sus clientes.

#### Funciones:

- Negociar directamente en el Mercado por cuenta propia.

#### **4.6.3 Miembros Liquidadores**

Requisitos para conseguir esta categoría de Miembro:

- Ser Sociedad o Agencia de Valores, Banco, Cajas de Ahorros o alguna de las otras clases de entidades autorizadas en la Ley del Mercado de Valores para realizar operaciones de intermediación o negociación en Mercados secundarios.
- Celebrar un contrato con la Sociedad Rectora aceptando las reglas de actuación y funcionamiento.
- Constituir una Garantía Inicial a favor de la Sociedad Rectora con el fin de garantizar en todo momento el cumplimiento de sus obligaciones de constitución y mantenimiento de la Garantías relativas a posiciones abiertas y de todo tipo de liquidaciones de efectivos en los plazos estipulados.
- Deberá celebrar un contrato con uno o varios Miembros Liquidadores Custodios en los que realizará la constitución y el ajuste de las Garantías Diarias y Extraordinarias.

- **Acreditar la capacidad, experiencia, y dotación de medios técnicos.**

#### **Funciones:**

- **Negociar directamente en el mercado por cuenta propia y por cuenta de Clientes.**
- **Responder frente a la Sociedad Rectora y, en su caso, frente al Miembro Liquidador Custodio del cumplimiento de las obligaciones de constitución y mantenimiento con los ajustes procedentes de Garantías y de liquidaciones resultantes de transacciones realizadas en el Mercado, así como por otros Miembros con los que así lo haya acordado.**
- **Realizar el pago o cobro a la Sociedad Rectora de todas aquellas liquidaciones en efectivo, siempre que tengan Cuenta de Tesorería en el Banco de España.**
- **Garantizar la entrega del activo subyacente en las liquidaciones a vencimiento.**

#### **4.6.4 Miembros Liquidadores Custodios**

##### **Requisitos**

- **Ser sociedad o Agencia de Valores, Banco, Cajas de Ahorros o alguna de las otras clases de entidades autorizadas en la Ley del Mercado de Valores para realizar operaciones de intermediación o negociación en Mercados secundarios.**
- **Celebrar un contrato con la Sociedad Rectora aceptando las reglas de actuación y funcionamiento.**
- **Constituir una Garantía Inicial a favor de la Sociedad Rectora con el fin de garantizar en todo momento el cumplimiento de sus obligaciones de constitución y mantenimiento de la Garantías relativas a posiciones**

abiertas y de todo tipo de liquidaciones de efectivos en los plazos estipulados.

- Ostentar la condición de Entidad Gestora con capacidad plena en la Central de Anotaciones de Deuda del Estado.
- Acreditar la capacidad, experiencia, y dotación de medios técnicos.

#### Funciones

- Desarrollan las mismas funciones que un Miembro Liquidador.
- Realizar el pago o cobro a la Sociedad Rectora de todas aquellas liquidaciones en efectivo, siempre que tengan Cuenta de Tesorería en el Banco de España.
- Adicionalmente pueden custodiar las garantías depositadas de los Miembros, con los que así lo haya acordado, y sus Clientes.

#### 4.6.5 Miembros Creadores de Mercado

Para adquirir la condición de Creador de Mercado, tiene que haber sido admitido como Miembro, en cualquiera de las clases reguladas en el Reglamento.

Su función principal es la de garantizar la liquidez del mercado, ofreciendo de forma continua precios de compra y de venta para los contratos negociados.

#### 4.7 ¿Cómo contactar con un Miembro de MFAO?

Las listas de Miembros de MFAO serán publicadas y actualizadas (ver Miembros) de tal modo que cualquier potencial participante del mercado pueda dirigirse al que crea le va a ofrecer mejor servicio y manifestar que desea operar en futuros, tras lo cual se cumplimenta la apertura de cuentas y el Miembro informa a su nuevo cliente de cómo puede transmitir las órdenes al mercado (ver Sistema de Negociación).

Si se trata de un Miembro Negociador (por ejemplo un agente comercial), el participante deberá además abrir cuenta en un Miembro Liquidador (por ejemplo

el banco o caja habitual del cliente), aunque el mismo Miembro Negociador puede tener acuerdos con un Miembro Liquidador para agilizar los trámites.

Tanto Miembros Liquidadores como Negociadores suelen cargar al cliente final una pequeña comisión por cada Contrato de Futuros, que incluye la comisión de registro cargada por la Cámara.

#### **4.7.1 ¿Por qué el sistema de Miembros?**

Gracias a la existencia de los Miembros del Mercado la Negociación en Contratos de Futuros es ágil y segura. Los Miembros Liquidadores ofrecen una gestión efectiva de pagos y cobros y garantía sobre la capacidad de sus clientes para cumplir las obligaciones asumidas. Tanto ellos como los Miembros Negociadores facilitan el flujo de órdenes de compra y venta entre el propio mercado y el conjunto de participantes. Todos ellos, además, están formados para solucionar al cliente final todas las dudas que puedan surgir en cuanto a la operativa en Contratos de Futuros: trámites, riesgos y utilidad.

### **4.8 PREGUNTAS MAS FRECUENTES**

#### **¿Cómo abrir una cuenta en MFAO? ¿Cómo empezar a negociar?**

Personándose con el DNI o CIF en cualquier entidad Miembro del Mercado y firmando un contrato de apertura de cuenta. Si el Miembro al que acudo es un Miembro Negociador, se deberá firmar un contrato tripartito que implique también a un Miembro Liquidador (una entidad financiera), que puede ser propuesto por el mismo Negociador o por el cliente.

#### **¿Cuanto dinero se necesita para operar?**

Se necesita un 12% del total del valor de los compromisos contraídos en concepto de Garantía. Es decir si se desea abrir una posición de 200 contratos (200 toneladas) a un precio de 1,8 Euros/kg, el valor total de la

posición será de  $(200 \times 1,8 \times 1.000) = 360.000$  Euros. De esta cantidad, que son las obligaciones totales contraídas -comprar o vender 200 toneladas de aceite-, se deberán depositar  $360.000 \text{ Euros} \times 12\% = 43.200$  Euros en concepto de Garantía.

### **¿Se puede operar en Futuros sin tener aceite?**

SI. En el Mercado de Futuros se asumen obligaciones futuras de vender o comprar aceite, lo cual no implica que el aceite esté ya en poder del vendedor en el momento de realizar el acuerdo (puede, por ejemplo, tratarse de aceite de campañas venideras o de aceite que el vendedor piense comprar).

Sin embargo, si se llega al vencimiento del contrato y por tanto a la entrega física (si no se ha "cerrado la posición" antes) sí que existe una obligación inmediata e ineludible para el vendedor de entregar aceite.

### **¿Se puede comprar o vender la cantidad que se desee?**

DEPENDE. Existe un límite al número de contratos que se pueden mantener abiertos. No obstante si el cliente es coberturista (el que opera en futuros para protegerse de cambios de precio del aceite de oliva) podrá solicitar una exención del límite, demostrando la naturaleza de su posición de cobertura.

### **¿Quién es la contrapartida?**

La Cámara (el Mercado) siempre se interpone entre la parte compradora y la parte vendedora como principal y garante de la operación, pero la Cámara nunca puede ser sólo compradora o sólo vendedora en ninguna operación, es decir que para que un Contrato de Futuros nazca debe haber un comprador y un vendedor. El cliente no conoce su contrapartida excepto en el caso de que se llegue a entrega.

### **¿Cuándo se puede dar una Orden de Compra o Venta?**

La Orden se podrán introducir durante las horas de oficina del Miembro a través del cual se opere. Si se trata de una entidad financiera, será de horario de sucursal o similar. Si se trata de un agente comercial, será su horario de despacho al público. Las órdenes serán transmitidas por el Miembro a MFAO durante las horas de negociación de MFAO.

#### **¿Se puede rectificar o modificar la Orden una vez transmitida?**

Si, siempre y cuando no haya sido ejecutada en el Mercado. Algunas modificaciones (por ejemplo ampliar el número de contratos de una orden) pueden modificar su prioridad en la "cola" de órdenes que estén al mismo precio.

#### **¿Qué riesgo se asume negociando futuros? ¿Cuánto se puede perder?**

Se asume el riesgo equivalente a las oscilaciones de precio del lote de aceite de oliva que un participante se obliga a comprar o vender, independientemente del importe de Garantías depositado. Esto quiere decir que operando en futuros las pérdidas pueden exceder las Garantías depositadas.

Si un cliente prevé una evolución del precio en contra de su posición puede optar por cerrar su posición en cualquier momento.

#### **¿Quién gestiona las garantías? ¿Están remuneradas?**

Las Garantías son custodiadas por los Miembros Liquidadores (más exactamente por aquellos Liquidadores que además hayan adquirido la condición de Custodios de MFAO, aunque a efectos del cliente esta distinción es irrelevante). Las Garantías que se depositen en forma de efectivo serán remuneradas a un tipo de interés de mercado.

#### **¿Qué se puede entregar como garantía?**

Las Garantías podrán ser depositadas en forma de efectivo o deuda pública.

La Garantía a Vencimiento que será exigida inmediatamente antes de la entrega física, una vez vencido el contrato, podrá ser un aval bancario.

**¿Se avisará a los participantes de la proximidad de la entrega?**

SI. Es responsabilidad de los Miembros del Mercado a través de los cuales operen, para que así todo el que lo desee pueda, con tiempo suficiente, cerrar la posición o traspasarla al vencimiento siguiente si no se desea llegar a la entrega.

**¿Es posible rechazar ir a la entrega una vez vencido el contrato?**

NO. Una vez vencido el contrato, aquellos Clientes con posiciones abiertas deberán entrar en el proceso de entrega. Los vendedores tendrán la obligación de entregar aceite y los compradores tendrán la obligación de recibir aceite.

**¿Se puede aplazar la entrega/pago a vencimiento?**

NO. Si no se efectúa la entrega o el pago en el momento acordado, el Contrato entra en fase de Incumplimiento.

**¿Dónde se entregará la mercancía?**

La mercancía se entregará en el Almacén Autorizado designado por la Cámara, tras efectuar un case de preferencias entre vendedores y compradores que minimice los costes de transporte.

**¿Quién se hace cargo de los costes (almacenamiento, análisis químico, transporte)?**

Los costes de almacenamiento durante los 15 días que dura como máximo el proceso de entrega son por cuenta del vendedor. Los costes del primer análisis químico son por cuenta del vendedor, y los del segundo análisis, si es



requerido, corren por cuenta del comprador en el caso de que el primer análisis facilitado por el vendedor fuera correcto, en el caso contrario los costes del segundo análisis correrían por cuenta del comprador.

Los costes de transporte al Almacén Autorizado por la Cámara corren por cuenta del vendedor, si bien puede evitar incurrir en ellos obteniendo la autorización de su propio almacén si cumple los requisitos exigidos por MFAO. Los costes de transporte a partir del Almacén Autorizado corren por cuenta del comprador.

### **¿Qué precio pagará el comprador en el vencimiento del contrato?**

La diferencia entre el precio al que el comprador abrió en su día la posición (el precio al que compró futuros) y el precio oficial de vencimiento del Contrato de Futuros habrá ya sido pagada o cobrada a través de la Liquidación Diaria de Pérdidas y Ganancias. Así pues, llegado el momento de la entrega el comprador paga el precio oficial de vencimiento del Contrato de Futuros, restando las garantías que ya ha adelantado a la Cámara, y ajustando los conceptos de Base 1º y desviaciones de pesaje.

### **¿Cuesta dinero un Contrato de Futuros?**

La Cámara cobra una pequeña comisión de registro, y operar a través de uno o varios Miembros del Mercado supondrá comisiones adicionales.

### **¿Qué relación hay entre un Contrato de Futuros y un seguro de rendimiento del olivar?**

Una relación de complementariedad. Mientras el seguro de rendimiento protege al agricultor de las oscilaciones de la cantidad de su cosecha, el Mercado de Futuros le protege de las oscilaciones del precio al que la va a vender. Una buena gestión financiera de la empresa agrícola usaría ambas a la vez.

## **4.9 GLOSARIO ACEITE DE OLIVA**

### **Alcuza:**

Vasija de barro, hojalata o de otros materiales generalmente de forma cónica en la que se guarda el aceite.

### **Almazara:**

Explotación donde se encuentra el equipo necesario para la obtención del aceite de oliva.

### **Alpechín:**

Agua residual que se obtiene del proceso de elaboración del aceite de oliva.

### **Arbequino:**

Variedad de aceituna cuyo cultivo se extiende por Aragón y Cataluña. Esta variedad proporciona aceites de color verdoso, aroma intenso y muy frutado, ligeramente almendrado.

### **Capacho:**

Espuerta redonda de esparto que se llena con la aceituna ya molida para prensarla.

### **Caracteres Organolépticos:**

Cualidades del aceite de oliva que se pueden percibir por los órganos de los sentidos: olor, sabor...

### **Cata:**

Degustación de aceite de oliva realizada por un panel de expertos, para detectar sus características organolépticas y puntuar su calidad.

### **Catador:**

Persona que estima con los órganos de sus sentidos las características organolépticas del aceite de oliva.

### **Cornicabra:**

Variedad de aceituna cuyo cultivo se extiende por las provincias de Toledo y Ciudad Real. Aceite de color amarillo oro, aroma fresco y pronunciado, con

notas de manzana.

**Decantación:**

Proceso de separación del aceite de los alpechines por diferencia de densidad.

**Empeltre:**

Variedad de aceituna cultivada en Valle del Ebro y Logroño.

**Envero:**

Color que toman las aceitunas cuando empiezan a madurar, pasando del verde al negro-morado.

**Escaza:**

Cazo grande que se empleaba en el molino para echar el agua hirviendo.

**Farga:**

Variedad de aceituna cultivada en Valencia, Castellón y Tarragona.

**Hojiblanca:**

Variedad de aceite de la provincia de Málaga, de color dorado y excelente fragancia, destaca por su olor limpio y sabor afrutado dulce, con un toque de amargor final.

**Lechín:**

Variedad de aceituna cultivada en Sevilla y Granada.

**Lipogénesis:**

Proceso natural en la maduración de la aceituna durante el cual se va generando aceite en la pulpa del fruto.

**Ordeño:**

Recolección manual de las aceitunas directamente del árbol.

**Orujillo:**

Materia sólida residual, resultante de la extracción de aceite de orujo.

**Orujo:**

Pasta residual de aceituna, resultante de la elaboración del aceite de oliva, que sigue conteniendo un porcentaje variable de agua y aceite después de haber sido prensada y centrifugada.

**Picual:**

Variedad de aceituna que predomina en Jaén y cultivada en gran parte de Andalucía. Aceite de color oro viejo, lechoso, de sabor especialmente fragante y ligeramente frutado.

**Picudo:**

Variedad de aceite típico de la comarca de Baena, dentro de la zona de la Denominación de Origen Baena, en la provincia de Córdoba. Aceite de color amarillo dorado y gran finura de sabor.

**Trujal:**

Depósito generalmente subterráneo, donde se almacena el aceite en condiciones óptimas de aislamiento.

**Varear:**

Agitar las ramas del olivo con varas largas, con la finalidad de desprender el fruto del árbol.

## CAPITULO V

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

#### 5.1 CONCLUSIONES

- El Mercado Financiero es donde se intercambian activos financieros, es donde se interrelacionan los ofertantes y los demandantes de fondos, este se divide en el Mercado de Dinero (corto plazo), Mercado de Capitales (largo plazo), Mercado de Renta Fija, Mercado de Renta Variable, Mercado Primario, Mercado Secundario, Mercado de Divisas, Mercado de Fondos Mutuos y Mercado de Derivados. Cada mercado con sus divisiones, pero en si las funciones de todos estos mercados es una reducción de costos, proveen liquidez y son opciones de inversión es decir un intercambio entre vendedores y compradores.
- El Mercado de Derivados tiene como función diversificar las inversiones y administrar el riesgo, dentro de este mercado existen varios instrumentos que ayudan a cumplir sus funciones como son: los forwards que son acuerdos de intercambio a futuro de un activo a cambio de dinero o una tasa de cambio especifico, en un determinado tiempo pero estos acuerdos no son estandarizados. Las opciones son contratos entre el vendedor y el comprador pero en este caso depende de la opción porque se adquiere el derecho mas no la obligación de comprar o vender un activo subyacente o en el caso de una tasa de cambio, existe una prima la cual es un valor adicional al precio de la opción; las opciones pueden ser put (da al vendedor el derecho pero no la obligación de vender) y call (otorga el derecho al comprador mas no la obligación de comprar). También existen los swaps o permuta financiera los cuales surgen cuando una de las dos partes accede a un mercado determinado con mejores condiciones que la otra, en esa situaciones intercambian flujos monetarios en el tiempo, el objetivo es aminorar las

variaciones de las monedas y de los tipos de cambio y un costo financiero mas bajo. Y por ultimo los futuros. Los anteriores instrumentos tienen sus condiciones previamente determinadas como su fecha de ejercicio, de vencimiento, el monto, la tasa de interés en el caso, el precio, etc... todo esta especificado previamente.

- Los futuros son contratos legales que se negocian en una bolsa o mercado organizado, en el cual las partes se comprometen a comprar o vender determinado activo (tasa de cambio, bien perecible, cosechas... etc...) para esto se fija una fecha de de vencimiento, un precio y la especificación del producto (calidad y cantidad).
- Los Futuros nos permiten cubrirnos del riesgo, ampliar las posibilidades de inversión y obtener liquidez ya que en este tipo de mercados se puede comprar sin tener el dinero hoy al igual que vender sin tener el producto hoy.
- El mercado de contrato a futuro de Aceite de Oliva supervisado por la MFAO (Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva S.A.) de España. En este caso:
  - La Cantidad esta determinada por toneladas (1 contrato = 1 tonelada).
  - La Calidad mínima a entregarse es oliva virgen (zumو de aceituna extraído sin procedimientos físicos ni alteraciones térmicas).
  - El vencimiento se ha fijado los siguientes meses para el vencimiento de los contratos: enero, marzo, mayo, julio, septiembre y noviembre, será el tercer lunes de cada uno de los anteriores meses.
  - El precio del contrato se cotizara en Euros por Toneladas, variando siempre de 10 en 10 Euros.
  - Proceso de entrega esta establecido en una serie de pasos encaminados a garantizar la máxima seguridad, garantizando el buen fin de las operaciones y el cumplimiento del contrato con las especificaciones predeterminadas.

- En Ecuador actualmente no existe un mercado de Futuros, existen casos pero muy poco frecuentes que son entre bancos y empresas privadas directamente, pero estos son más forwards que contratos de futuro, porque es mucho más sencillo y nos son estandarizados.

## **5.2 RECOMENDACIONES**

- Los Futuros por su rapidez, su facilidad, sus precios y sus costos por transacción relativamente bajos (comparados con los métodos de negociación tradicional como en los bancos), son atractivos al público y generan una expansión en el mercado de capitales que tanto requieren los países para su avance cotidiano.
- En comparación a otros instrumentos del mercado derivado los futuros presentan una ventaja porque son estandarizados y por medio de la Cámara de Compensación se garantiza el cumplimiento del contrato sin el riesgo de perder o tener que estar negociando personalmente con la otra parte. Por esto y por lo anterior mencionado puedo recomendar que el utilizar los futuros son una excelente manera de invertir.
- El Invertir en Futuros de Aceite Oliva es una manera de invertir a lo seguro, es decir, es un contrato que esta tan bien diseñado que no existe la posibilidad del incumplimiento o pérdida. Si existiera el caso de un exceso de liquidez esta seria una opción en vez de depositar en un banco que generaría una rentabilidad mínima, mientras que con esta opción se generaría una rentabilidad mayor y si previera una evolución de precio en contra de su posición puede cerrar su posición en cualquier momento. Aunque en Ecuador esta posibilidad de exceso de liquidez es muy difícil que se de, los Contratos a Futuros serian la mejor opción.

## BIBLIOGRAFIA

- GRANDIO. Antonio: LOPEZ. Pedro: COBELAS. Jose. MERCADOS FINANCIEROS, Primera Edición, Ed. McGraw-Hill, 1998, Madrid – España.
- MODIGLIANI, Franco: FABOZZI. Frank: FERRI. Michael. MERCADOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS, Primera Edición, Ed. Prentice-Hall, 1996, México.
- MILLER, Merton. LOS MERCADOS DE DERIVADOS. Primera Edición. Ed Gestión 2000, S.A., 1999, Barcelona- España.
- VAN HORNE. James. ADMINISTRACION FINANCIERA. Décima Edición, Ed Pearson Educación, 1997, México.
- BERGES, Angel, ONTIVEROS, Emilio, MERCADOS DE FUTUROS EN INSTRUMENTOS FINANCIEROS, Primera Edición, Ed. Piramide, 1984, Madrid - España.
- ABASCAL MARTINEZ. Eduardo, FUTUROS Y OPCIONES, Ed. McGraw- Hill, 1993, Barcelona – España.
- ADELL, Ramon, GRACIA, Romeo, OPCIONES Y FUTUROS, Ed. Pirámide S.A., 1996, Madrid – España.
- MONTALVO. Mariana, ESTRATEGIAS PARA INVERTIR, Primera Edición, Ed. Elempres Ltda., 2000, Ecuador.
- MONTALVO, Mariana, INTRODUCCION AL MUNDO DEL MERCADO DE CAPITALES, Primera Edición, Ed. Imprima, 1998, Ecuador.
- MARSHALL, Jhon F., KAPNER Kenneth, COMO ENTENDER LOS SWAPS, Segunda Edicion, Ed. Continental XXVI, 1998, Mexico-Mexico.
- TACLE, Moisés, FUTUROS, OPCIONES Y SWAPS, Primera Edicion, 1998, Guayaquil – Ecuador.
- Libro Autentico de Legislación Ecuatoriana.
- [www.gestiopolis.com](http://www.gestiopolis.com)
- <http://ciberconta.unizar.es>
- [www.bahuer.uh.edu](http://www.bahuer.uh.edu)
- [www.finanzas.com](http://www.finanzas.com)
- [www.upf.es](http://www.upf.es)



- [www.bolsadequito.com](http://www.bolsadequito.com)
- [www.mfao.es/](http://www.mfao.es/)

# ANEXO

**LEY DE MERCADO DE VALORES**  
**(Ley No. 107)**

CONGRESO NACIONAL  
EL PLENARIO DE LAS COMISIONES LEGISLATIVAS

Considerando:

Que mediante Ley No. 31, el Plenario de las Comisiones Legislativas expidió la Ley de Mercado de Valores, que fue promulgada en el Suplemento del Registro Oficial No. 199, de 28 de mayo de 1993;

Que la experiencia adquirida en su aplicación y el desarrollo del mercado de valores hacen necesario profundizar, actualizar y sustituir sus normas para facilitar el cumplimiento de los objetivos para los cuales fue expedida; y,

En ejercicio de sus facultades constitucionales y legales, expide la siguiente:

Ley de Mercado de Valores

Título I

DEL OBJETO Y ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA LEY

Art. 1.- Del objeto y ámbito de la Ley.- La presente Ley tiene por objeto promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna.

El ámbito de aplicación de esta Ley abarca el mercado de valores en sus segmentos bursátil y extrabursátil, las bolsas de valores, las asociaciones gremiales, las casas de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, las calificadoras de riesgo, los emisores, las auditoras externas y demás participantes que de cualquier manera actúen en el mercado de valores.

También son sujetos de aplicación de esta Ley, el Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías, como organismos regulador y de control, respectivamente.

Art. 2.- Concepto de valor.- Para efectos de esta Ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.

Cualquier limitación a la libre negociación y circulación de valores no establecida por Ley, no surtirá efectos jurídicos y se tendrá por no escrita.

Art. 3.- (Reformado por el Art. 118 del Decreto Ley 2000-1, R.O. 144-S, 18-VIII-2000; inciso quinto agregado por el Art. 1 de la Ley 2002-61, R.O. 511, 7-II-2002).- Del mercado de valores: bursátil, extrabursátil y privado.- El mercado de valores utiliza los mecanismos previstos en esta Ley, para canalizar los recursos financieros hacia las actividades productivas, a través de la negociación de valores en los segmentos bursátil y extrabursátil.

Mercado bursátil es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores, realizadas en éstas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley.

Mercado extrabursátil es el que se desarrolla fuera de las bolsas de valores, con la participación de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales, con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Se entenderá como negociaciones de mercado privado aquellas que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales.

Sobre valores no inscritos en el Registro de Mercado de Valores o que estando inscritos sean producto de transferencia de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales y de hecho.

Las operaciones con valores que efectúen los intermediarios de valores autorizados, e inversionistas institucionales en los mercados bursátil y extrabursátil, serán puestas en conocimiento de la Superintendencia de Compañías para fines de procesamiento y difusión, en la forma y periodicidad que determine el Consejo Nacional de Valores, (C.N.V.).

Art. 4.- De la intermediación de valores y de los intermediarios.- La intermediación de valores es el conjunto de actividades, actos y contratos que se los realiza en los mercados bursátil y extrabursátil, con el objeto de vincular las ofertas y las demandas para efectuar la compra o venta de valores.

Son intermediarios de valores únicamente las casas de valores, las que podrán negociar en dichos mercados por cuenta de terceros o por cuenta propia, de acuerdo a las normas que expida el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.).

Las instituciones del sistema financiero podrán adquirir, conservar o enajenar, por cuenta propia, los valores de renta fija u otros valores, según los define esta Ley. Se prohíbe a dichas instituciones efectuar operaciones de intermediación de valores por cuenta de terceros en el mercado extrabursátil, pudiendo hacerlo únicamente por intermedio de una casa de valores.

## Título II DEL CONSEJO NACIONAL DE VALORES

Art. 5.- De la naturaleza y composición.- (Sustituido por el Art. 1 de la Ley 99-34, R.O. 224, 1-VII-99).- Para establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento, créase adscrito a la Superintendencia de Compañías, como órgano rector del mercado de valores, el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.), el mismo que estará integrado por siete miembros: Cuatro del sector público: el Superintendente de Compañías, quien lo presidirá; un delegado del Presidente de la República; el Superintendente de Bancos y el Presidente del Directorio del Banco Central del Ecuador; y, tres del sector privado, designados por el Presidente de la República de las ternas enviadas por el Superintendente de Compañías. Serán alternos, del Superintendente de Compañías, el Intendente de Valores; del Superintendente de Bancos, el Intendente General de Bancos; del Presidente del Directorio del Banco Central, un delegado elegido por el Directorio de entre sus miembros; y del delegado del Presidente de la República y los del sector privado, los que sean designados como tales siguiendo el mismo procedimiento que para la designación del principal. Cuando no asista el Superintendente de Compañías o cuando se conozcan en última instancia administrativa resoluciones de la Superintendencia de Compañías, la presidencia del Consejo la ejercerá el delegado del Presidente de la República.

El Superintendente de Compañías cuidará que las designaciones establezcan un equilibrio regional.

Los miembros del sector privado deberán ser ecuatorianos, mayores de treinta y cinco años de edad, poseer título universitario relacionado con el área, demostrar experiencia de por lo menos cinco años en materia económica o en el mercado de valores. Acreditar probidad e idoneidad en el ejercicio de su profesión y de las funciones desempeñadas. No encontrarse incurso en las prohibiciones establecidas en el artículo 123 de la Constitución Política de la República ni ser empleados de las instituciones del Estado.

Los miembros del sector privado durarán cuatro años en sus funciones.

Art. 6.- De las sesiones.- El C.N.V. sesionará obligatoriamente, de manera ordinaria, por lo menos una vez al mes; y, extraordinariamente cuando lo convoque su presidente o subrogante. Este organismo no podrá sesionar sino con la asistencia de al menos cinco de sus miembros. Las decisiones se adoptarán con el voto de al menos cinco de ellos.

Si un miembro del C.N.V., su cónyuge, sus parientes dentro del cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad, o sus socios o partícipes en compañías o empresas vinculadas tuvieran interés en la discusión o decisión sobre determinado asunto, dicho miembro no podrá participar en tal discusión o decisión y deberá retirarse de la sesión por el tiempo que dure el tratamiento del asunto.

Art. 7.- De los impedimentos.- No podrán ser miembros del sector privado ante el C.N.V. ni delegados de los miembros del sector público:

1. Los cónyuges, o miembros de unión libre reconocida legalmente, o quienes fueren parientes entre sí de uno de los demás miembros del C.N.V., dentro del cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad;

2. (Segundo inciso agregado por el Art. 2 de la Ley 99-34, R.O. 224, 1-VII-99) Quienes hayan sido condenados, mediante sentencia ejecutoriada, al pago de obligaciones con instituciones del sistema financiero o por obligaciones tributarias, así como los que hubieren incumplido un laudo dictado por un tribunal de arbitraje, mientras esté pendiente la obligación.

Quienes judicialmente hayan sido declarados insolventes; los representantes legales y administradores de compañías que se hayan sometido a procesos de concurso preventivo o concordato y quienes tengan glosas confirmadas en última instancia por la Contraloría General del Estado o los Tribunales Distritales de lo Contencioso Administrativo según el caso.

3. Los impedidos de ejercer el comercio y quienes hayan sido condenados por delitos contra la propiedad, las personas, la fe pública o la administración pública; así como los sancionados con inhabilitación o remoción de su cargo por la Superintendencia de Compañías o de Bancos, bolsas de valores o asociaciones de autorregulación;

4. Quienes fueren condenados mediante sentencia ejecutoriada por los delitos tipificados en la Ley sobre sustancias estupefacientes y psicotrópicas;

5. Los que se encontraren o se hayan encontrado en estado de quiebra o hubieren sido declarados insolventes, aún cuando posteriormente hayan sido rehabilitados;

6. Los que estuvieren inhabilitados para ejercer cargos públicos en general, o cargos directivos en instituciones del sistema financiero o sociedades mercantiles;

7. Quienes directa o indirectamente sean titulares de más del cinco por ciento del capital de entidades inscritas en el Registro del Mercado de Valores;

8. Quienes sean miembros, funcionarios y empleados de las bolsas de valores;

9. Directores, funcionarios o empleados de las sociedades inscritas en el Registro del Mercado de Valores o de sus empresas vinculadas; y,

10. Quienes se encuentren en algunas de las situaciones previstas en el título relativo a empresas vinculadas en los términos de esta Ley.

Art. 8.- Causales de remoción.- (Reformado por el Art. 3 de la Ley 99-34, R.O. 224, 1-VII-99).- Son causas de remoción de los miembros del C.N.V.:

1. Incurrir en alguna de las causales de inhabilitación con posterioridad a su designación y calificación;

2. Inasistencia injustificada a más de tres sesiones consecutivas del C.N.V. o a tres sesiones no consecutivas en un período de seis meses;

3. Por revocatoria de la delegación conferida a los miembros del sector privado, y a los delegados del sector público, de conformidad con las causales y procedimiento que señale para el efecto el C.N.V., manteniendo el concepto de discrecionalidad de la gestión; y,

4. Incurrir en las infracciones administrativas, civiles y penales previstas en esta Ley.

En caso de que por alguna de las causales arriba establecidas un miembro del C.N.V., deba ser removido de sus funciones se procederá a su nombramiento de conformidad con el artículo 5 de esta Ley.

Art. 9.- De las atribuciones del Consejo Nacional de Valores.- El Consejo Nacional de Valores deberá:

1. Establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento;

2. Impulsar el desarrollo del mercado de valores, mediante el establecimiento de políticas y mecanismos de fomento y capacitación sobre el mismo;

3. Promocionar la apertura de capitales y de financiamiento a través del mercado de valores, así como la utilización de nuevos instrumentos que se puedan negociar en este mercado;

4. Expedir las normas complementarias y las resoluciones administrativas de carácter general necesarias para la aplicación de la presente Ley;

5. Expedir las normas generales en base a las cuales las bolsas de valores y las asociaciones gremiales creadas al amparo de esta Ley podrán dictar sus normas de autorregulación;

6. Aprobar el organigrama de la Intendencia de Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías;

7. Establecer los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y control para las entidades reguladas en esta Ley y acoger, para los emisores del sector financiero, aquellos parámetros determinados por la Junta Bancaria y la Superintendencia de Bancos;
8. Establecer normas de control y de constitución de resguardos para los emisores;
9. Establecer las normas de carácter general para la administración, imposición y gradación de las sanciones, de conformidad con los criterios previstos en esta Ley y sus normas complementarias;
10. Regular la oferta pública de valores, estableciendo los requisitos mínimos que deberán tener los valores que se oferten públicamente; así como el procedimiento para que la información que deba ser difundida al público revele adecuadamente la situación financiera de los emisores;
11. Regular los procesos de titularización, su oferta pública, así como la información que debe provenir de éstos, para la difusión al público;
12. Expedir el Reglamento para que las entidades integrantes del sector público no financiero, puedan intervenir en todos los procesos previstos en esta Ley;
13. Regular las inscripciones en el Registro del Mercado de Valores y su mantenimiento;
14. Establecer las reglas generales de la garantía de ejecución;
15. Regular la forma en que serán efectuadas las convocatorias a asambleas de obligacionistas, asambleas de partícipes de fondos administrados y colectivos, comités de vigilancia, y demás órganos de decisión de las instituciones reguladas por esta Ley;
16. Conocer, analizar e informar sobre los proyectos de reformas a la Ley de Mercado de Valores y su Reglamento General, previa su remisión a la Presidencia de la República;
17. Establecer las políticas generales para la supervisión y control del mercado, así como los mecanismos de fomento y capacitación;
18. Establecer convenios de cooperación con otros organismos nacionales e internacionales;
19. Autorizar las actividades conexas de las bolsas de valores, casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos y, calificadoras de riesgo, que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores;
20. Velar por la observancia y cumplimiento de las normas que rigen el mercado de valores;
21. Normar en lo concerniente a actividades y operaciones del mercado de valores, los sistemas contables y de registro de operaciones y, otros aspectos de la actuación de los participantes en el mercado;
22. Emitir el plan de cuentas y normas contables para los partícipes del mercado;
23. Fijar anualmente las contribuciones que deben pagar las personas y los entes que intervengan en el mercado de valores de acuerdo al reglamento que expedirá para el efecto el Superintendente de Compañías. En dicho reglamento, se determinará la tabla con los montos de contribución que pagarán dichas personas y entes;
24. Definir, cuando no lo haya hecho la presente Ley, los términos de uso general en materia de mercado de valores;
25. Establecer las normas que sean necesarias a fin de prevenir los casos de conflictos de interés y vinculación de los partícipes del mercado;
26. Establecer un sistema nacional de numeración de valores que observe los estándares internacionales;
27. Expedir normas de carácter general para los procesos de fiducia que lleven a cabo las entidades y organismos del sector público en los que se observarán las disposiciones previstas en esta Ley; y,
28. Resolver, en última instancia administrativa, los recursos que, de conformidad con esta Ley, fueren interpuestos por los participantes del mercado.

## DE LAS ATRIBUCIONES Y FUNCIONES DE LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS EN EL MERCADO DE VALORES

Art. 10.- (Reformado por el Art. 2 de la Ley 2002-61, R.O. 511, 7-II-2002).- De las atribuciones y funciones de la Superintendencia de Compañías.- Además de las funciones señaladas en la Ley de Compañías, para efectos de esta Ley, a través de las Intendencias de Mercado de Valores de Quito y de Guayaquil y de aquellas que creare el Superintendente de Compañías en función del desarrollo del mercado de valores, gozarán de autonomía técnica y operativa y tendrán las siguientes atribuciones:

1. Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por el C.N.V.;
2. Inspeccionar, en cualquier tiempo, a las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el mercado de valores, con amplias facultades de verificación de sus operaciones, libros contables, información y cuanto documento o instrumento sea necesario examinar, sin que se le pueda oponer el sigilo bancario o bursátil, de acuerdo con las normas que expida el C.N.V., exigiendo que las instituciones controladas cumplan con las medidas correctivas y de saneamiento en los casos que se dispongan, considerando que cuando la Superintendencia de Compañías deba actuar en una entidad sujeta a la vigilancia y control de la Superintendencia de Bancos, lo hará a través de ésta o en forma conjunta;
3. Investigar las denuncias o infracciones a la presente Ley, a sus reglamentos, a los reglamentos internos y regulaciones de las instituciones que se rigen por esta Ley, así como las cometidas por cualquier persona que, directa o indirectamente, participe en el mercado de valores imponiendo las sanciones pertinentes, así como poner en conocimiento de la autoridad competente para que se inicien las acciones penales correspondientes, de ser el caso;
4. Velar por la observancia y cumplimiento de las normas que rigen el mercado de valores;
5. Requerir o suministrar directa o indirectamente información pública en los términos previstos en esta Ley, referente a la actividad de personas naturales o jurídicas sujetas a su control;
6. Conocer y sancionar, en primera instancia, las infracciones a la presente Ley, a sus reglamentos, resoluciones y demás normas secundarias;
7. Autorizar, previo el cumplimiento de los requisitos establecidos, la realización de una oferta pública de valores; así como suspender o cancelar una oferta pública cuando se presentaren indicios de que la información proporcionada no refleja adecuadamente la situación financiera, patrimonial o económica de la empresa sujeta a su control;
8. Autorizar el funcionamiento en el mercado de valores de: bolsas de valores, casas de valores, compañías calificadoras de riesgo, depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, auditoras externas y demás personas o entidades que actúen o intervengan en dicho mercado, de acuerdo con las regulaciones de carácter general que se dicten para el efecto;
9. Organizar y mantener el Registro del Mercado de Valores;
10. Disponer mediante resolución fundamentada, la suspensión o modificación de las normas de autorregulación expedidas por las bolsas de valores o las asociaciones gremiales creadas al amparo de esta Ley, cuando tales normas pudieran inferir perjuicios al desarrollo del mercado o contrarien expresas normas legales o complementarias;
11. Aprobar el reglamento interno y el formato de contrato de incorporación de los fondos de inversión;
12. Velar por la estabilidad, solidez y correcto funcionamiento de las instituciones sujetas a su control y, en general que cumplan las normas que rigen su funcionamiento;
13. Vigilar que la publicidad de las instituciones controladas se ajuste a la realidad jurídica y económica del producto o servicio que se promueve, para evitar la desinformación y la competencia desleal; se exceptúa aquella publicidad que no tenga relación con el mercado de valores;
14. Mantener con fines de difusión, un centro de información conforme a las normas de carácter general que expida el C.N.V.;
15. Registrar las asociaciones gremiales de autorregulación que se creen al amparo de esta Ley;

16. Disponer la suspensión o cancelación de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores de las instituciones o valores sujetos a esta Ley o sus normas complementarias, debiéndose poner tal hecho en conocimiento del C.N.V. en la sesión inmediatamente posterior;

17. Establecer los planes y programas de ajustes para el cumplimiento de las normas previstas en esta Ley;

18. Intervenir como acusador particular o acudir a la excitativa fiscal, cuando se encontraren presunciones de haberse cometido uno o más delitos contra el mercado de valores, u otros tipificados en el Código Penal u otras leyes penales;

19. Brindar a las entidades del sector público no financiero la asesoría técnica que requieran para efectos de la aplicación de esta Ley;

20. Ejercer las demás atribuciones previstas en la presente Ley y en sus reglamentos, en base a las normas que para el efecto expida el C.N.V.; y,

21. Previa consulta urgente con el Ministro de Finanzas, Superintendente de Bancos, Gerente del Banco Central del Ecuador y Presidentes de las bolsas de valores del país, la Superintendencia de Compañías a fin de preservar el interés público del mercado así como brindar protección a los inversionistas, podrá suspender temporalmente hasta por un término de siete días, las operaciones de mercado de valores en caso de presentarse situaciones de emergencia que perturbaren o que ocasionaren graves distorsiones que produzcan bruscas fluctuaciones de precios.

Notas:

- El sistema de unidades de valor constante fue derogado por la Ley para la Transformación Económica del Ecuador (R.O. 34-S, 13-III-2000), según el Art. 12 de dicha ley. el valor de la UVC es de 2.6289 dólares de los Estados Unidos de América.

- El Art. 16 lit. d) del Estatuto del Régimen Jurídico y Administrativo de la Función Ejecutiva cambió la denominación del Ministerio de Finanzas y Crédito Público por la de Ministerio de Economía y Finanzas.

#### Título IV DE LA OFERTA PÚBLICA

Art. 11.- Concepto y alcance.- Oferta pública de valores es la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos de éste, de acuerdo a las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V., con el propósito de negociar valores en el mercado. Tal oferta puede ser primaria o secundaria.

Oferta pública primaria de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar, por primera vez, en el mercado, valores emitidos para tal fin.

Oferta pública secundaria de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar en el mercado, aquellos valores emitidos y colocados previamente.

Art. 12.- De los requisitos.- Para poder efectuar una oferta pública de valores, previamente se deberá cumplir con los siguientes requisitos:

1. Tener la calificación de riesgo para aquellos valores representativos de deuda o provenientes de procesos de titularización, de conformidad al criterio de calificación establecido en esta Ley. Únicamente se exceptúa de esta calificación a los valores emitidos, avalados o garantizados por el Banco Central del Ecuador o el Ministerio de Finanzas, así como las acciones de compañías o sociedades anónimas, salvo que por disposición fundamentada lo disponga el C.N.V. para este último caso;

Nota:

El Art. 16 lit. d) del Estatuto del Régimen Jurídico y Administrativo de la Función Ejecutiva cambió la denominación del Ministerio de Finanzas y Crédito Público por la de Ministerio de Economía y Finanzas.

2. Encontrarse inscrito en el Registro del Mercado de Valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste; y,

3. Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

La Superintendencia de Compañías procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores, una vez que los emisores le hayan proporcionado, la información completa, veraz y suficiente sobre su situación financiera y jurídica de conformidad con las normas que expida el C.N.V.



Art. 13.- Del prospecto.- El prospecto es el documento que contiene las características concretas de los valores a ser emitidos y, en general, los datos e información relevantes respecto del emisor, de acuerdo con las normas de carácter general que al respecto expida el C.N.V.. Este prospecto deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

Art. 14.- De la responsabilidad sobre la información.- Los representantes legales de los emisores declararán bajo juramento que la información contenida en el prospecto o circular de oferta pública es fidedigna, real y completa, y serán penal y civilmente responsables, por cualquier falsedad u omisión contenida en ellas.

Art. 15.- De la exclusión de responsabilidad de la Superintendencia de Compañías.- En todo prospecto de oferta pública deberá hacerse mención expresa de que su aprobación no implica, de parte de la Superintendencia de Compañías ni de los miembros del C.N.V., recomendación alguna para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre su precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o rentabilidad de la emisión.

Art. 16.- Exenciones a los requisitos de oferta pública.- El C.N.V. mediante resolución fundamentada podrá eximir del cumplimiento de alguno de los requisitos de oferta pública de valores si se tratara únicamente de procesos de desinversión del Estado, cuando el monto a negociarse no sobrepase del 1% del capital pagado del emisor.

Los emisores que se encuentren en proceso de liquidación no podrán hacer oferta pública de valores, excepto si se tratare de propias acciones, de acuerdo con las normas generales que expida el C.N.V..

Art. 17.- Suspensión o cancelación de oferta pública.- La Superintendencia de Compañías, mediante resolución fundamentada, podrá suspender o cancelar una oferta pública, cuando se presenten indicios de que en las negociaciones, objeto de la oferta, se ha procedido en forma fraudulenta o si la información proporcionada no cumple los requisitos de esta Ley, es insuficiente o no refleja adecuadamente la situación económica, financiera y legal del emisor. De igual manera podrá disponer la cancelación en los casos previstos en los artículos 22 y 23 de esta Ley.

La suspensión será hasta por treinta días. Transcurrido dicho plazo si subsisten los hechos o circunstancias mencionados en el inciso anterior, la Superintendencia de Compañías podrá cancelar la inscripción del respectivo valor en el Registro del Mercado de Valores. Si se presume fraude o falsedad en la información proporcionada, se cancelará la inscripción del emisor, sin perjuicio de las acciones y sanciones a que hubiere lugar.

## Título V DEL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES

Art. 18.- Del alcance y contenido.- Créase dentro de la Superintendencia de Compañías el Registro del Mercado de Valores en el cual se inscribirá la información pública respecto de los emisores, los valores y las demás instituciones reguladas por esta Ley.

La inscripción en el Registro del Mercado de Valores, constituye requisito previo para participar en los mercados bursátil y extrabursátil.

En el Registro del Mercado de Valores deberán inscribirse:

1. Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores;
2. Las bolsas de valores y sus reglamentos de operación;
3. Las casas de valores y sus reglamentos de operación;
4. Los operadores de las casas de valores;
5. Los operadores que actúen a nombre de los inversionistas institucionales;
6. Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y, sus reglamentos interno y de operación;
7. Los fondos de inversión, sus reglamentos internos y contratos de incorporación;
8. Las cuotas emitidas por los fondos de inversión colectivos;

9. Los valores producto del proceso de titularización;

10. Las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos y sus reglamentos de operación;

11. Los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios, de conformidad con las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V.;

12. Las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación;

13. Las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores; y,

14. Los demás entes, valores o entidades que determine el C.N.V.

Art. 19.- De la responsabilidad.- La inscripción en el Registro del Mercado de Valores no implica certificación, ni responsabilidad alguna por parte de la Superintendencia de Compañías respecto de la solvencia de las personas naturales o jurídicas inscritas, ni del precio, bondad o negociabilidad del valor o de la entidad inscrita, en su caso. La información presentada al Registro del Mercado de Valores es de exclusiva responsabilidad de quien la presenta y solicita el registro. Toda publicidad, propaganda o difusión por cualquier medio, realizada por emisores, intermediarios de valores y otras instituciones reguladas por esta Ley, deberán mencionar obligatoriamente esta salvedad.

La inscripción obliga a los registrados a difundir la información de acuerdo con las normas que para el efecto expedirá el C.N.V.

Art. 20.- De la inscripción en el Registro del Mercado de Valores.- Para la inscripción de un emisor y sus valores, se requerirá previamente de calificación de riesgo, excepto en los casos previstos en esta Ley. No se admitirá la inscripción de un emisor que no esté acompañada de la inscripción de un valor específico o de por lo menos uno del giro ordinario de su negocio.

El C.N.V. regulará la inscripción y su mantenimiento, a fin de lograr que la información derivada de la inscripción y su mantenimiento permita al público identificar con precisión el valor o participante registrado y sus características.

La Superintendencia de Compañías procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores en cuanto las entidades sujetas a su supervisión y control le hayan proporcionado información completa, veraz y suficiente sobre su situación jurídica, económica y financiera, y hayan satisfecho, cuando correspondiere, los demás requisitos que establezca esta Ley y las normas de aplicación general que se expidan. La inscripción obliga a los registrados a difundir esta información en forma continua y al cumplimiento permanente de las exigencias correspondientes.

Todos los documentos e informaciones existentes en el Registro del Mercado de Valores estarán a disposición del público, excepto aquellos que el C.N.V. los califique como reservados.

La revisión del cumplimiento de los requisitos previos a la inscripción deberá ser hecha en el término de quince días. De existir observaciones, la Superintendencia de Compañías lo suspenderá hasta que se hubiere atendido tales observaciones.

La Superintendencia procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores, una vez que hayan cumplido con los requisitos que para el efecto expida el C.N.V.

Art. 21.- De la inscripción de valores del sector público.- La inscripción de valores emitidos por el Estado y las entidades del sector público, en ejercicio de las facultades concedidas por sus propias leyes, será automática y de carácter general, bastando para el efecto el sustento legal que autorice cada emisión y una descripción de las características esenciales de dichos valores.

Art. 22.- De la suspensión de la inscripción.- La Superintendencia podrá suspender mediante resolución fundamentada la inscripción de los participantes o valores sujetos a inscripción en el Registro del Mercado de Valores cuando:

1. Por causas supervinientes a un participante, valor, acto o contrato, objeto de registro, se le imposibilitare temporalmente cumplir la función que le corresponde;

2. Dejare de cumplir con uno o varios de los requisitos para la inscripción;

3. A juicio del C.N.V. así lo requiera la protección de los derechos o intereses de los inversionistas, de terceros o del público en general; y,

4. Por causa de incumplimiento de esta Ley, sus normas complementarias y de autorregulación y demás normas que expida el C.N.V.

Art. 23.- De la cancelación de la inscripción.- La cancelación de la inscripción de un participante o un valor en el Registro del Mercado de Valores podrá ser:

1. Voluntaria: cuando la solicitare el emisor de conformidad con las normas que expida el C.N.V.

2. De oficio: cuando por resolución fundamentada de la Superintendencia de Compañías se determine como una de las causales que:

a) La inscripción fue obtenida no ajustándose a los requisitos o procedimientos establecidos en esta Ley;

b) Existen causas supervinientes a un participante, valor, acto o contrato, objeto de registro, que le imposibilitare definitivamente la función que le corresponde cumplir;

c) Con ocasión de su oferta en el mercado y durante la vigencia de la emisión, el emisor entregare a la Superintendencia de Compañías y a las bolsas de valores o difundiere al público en general, información o antecedentes incompletos o confusos;

d) El valor no mantenga los requisitos que hicieron posible su inscripción;

e) Se hubieren extinguido los derechos conferidos por el valor; y,

f) Se hubiere incumplido reiteradamente disposiciones de esta Ley, sus normas complementarias y de autorregulación, que fueren objeto de sanciones administrativas.

En los casos de los literales a) y c), la cancelación da derecho a quienes resultaren afectados, para que puedan solicitar al emisor indemnización por los daños y perjuicios causados.

Esta responsabilidad es independiente de las sanciones administrativas o penales a que hubiere lugar.

## Título VI DE LA INFORMACIÓN

Art. 24.- Del objetivo.- Con el propósito de garantizar la transparencia del mercado, los participantes deberán registrarse y mantener actualizada la información requerida por esta Ley y sus normas complementarias.

El C.N.V. establecerá el contenido, la forma y periodicidad con la que deberá presentarse la información y lo hará en consideración a las características de los emisores, de los valores ofrecidos o de las entidades que se sometan a registro. No se considerará pública la información de entidades controladas por la Superintendencia de Bancos, que ésta clasifique como reservada.

Art. 25.- De los hechos relevantes.- Las entidades registradas deberán divulgar en forma veraz, completa, suficiente y oportuna todo hecho o información relevante respecto de ellas, que pudieren afectar positiva o negativamente su situación jurídica, económica o su posición financiera o la de sus valores en el mercado, cuando éstos se encuentren inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Se entenderá por hecho relevante todo aquel que por su importancia afecte a un emisor o a sus empresas vinculadas, de forma tal que influya o pueda influir en la decisión de invertir en valores emitidos por él o que pueda alterar el precio de sus valores en el mercado.

El hecho material o relevante no necesariamente debe corresponder a una decisión adoptada en términos formales por parte de los órganos sociales de los emisores, de las instituciones que intervienen en el mercado de valores o de las personas que actúan en él, sino que es todo evento que conduce o puede conducir a las situaciones señaladas en este artículo.

El C.N.V. reglamentará mediante normas de carácter general la aplicación de este artículo.

Art. 26.- De la información reservada.- Una compañía emisora podrá, con la aprobación de por lo menos las tres cuartas partes de los directores o administradores en ejercicio de sus funciones, dar carácter de reservado a hechos o antecedentes relativos a negociaciones pendientes, que de ser conocidas, pudieran

perjudicar el interés social del mercado. Estas decisiones y su contenido, deberán comunicarse reservadamente a la Superintendencia de Compañías el día hábil siguiente a su adopción.

Los directores o administradores de una empresa que concurren con su acuerdo a dar carácter de reserva a los datos o antecedentes a que se refiere el primer inciso de este artículo, se harán personal y pecuniariamente responsables en los términos previstos en esta Ley.

Art. 27.- De la información privilegiada.- Se entiende por información privilegiada el conocimiento de actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores materia de intermediación en el mercado de valores, mientras tal información no se haya hecho del conocimiento público.

Los miembros del C.N.V., los funcionarios, empleados o trabajadores de la Superintendencia de Compañías, los directores, administradores, funcionarios y, en general, toda persona que en razón de su cargo, empleo, posición o relación con los participantes del mercado, tenga acceso a información privilegiada, estarán obligados a guardar estricto sigilo sobre ella, bajo las responsabilidades civiles y penales a que hubiere lugar de conformidad con la Ley.

Se presume que las personas mencionadas en este artículo, por el hecho o razón de su cargo, empleo, posición o relación dentro del segundo grado de afinidad o cuarto de consanguinidad con los participantes del mercado, tienen acceso a la información privilegiada.

Las mismas personas, también deberán mantener en reserva la información de que dispongan relativa a las operaciones de adquisición o enajenación que pudiere realizar un inversionista institucional en el mercado de valores, cuando en razón de la cuantía y condiciones de la operación ésta pueda influir en los precios de los valores de que trata.

Se prohíbe a las personas mencionadas en este artículo así como a sus subordinados o terceros de su confianza, utilizar información privilegiada, para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores sobre los que verse dicha información o de instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores.

Art. 28.- De los mecanismos de información.- Las bolsas de valores y otras asociaciones de autorregulación, deberán mantener mecanismos de información al público en los que se registre la información que deben hacer pública los emisores e instituciones reguladas por esta Ley. Estos registros, al igual que el Registro del Mercado de Valores serán públicos y, la información en ellos contenida debe ser ampliamente difundida por cualquier medio electrónico u otros sistemas a los que tengan acceso los partícipes del mercado.

Los mecanismos de información podrán ser establecidos por las bolsas de valores ya sea por cuenta propia o a través de terceros, con los cuales mantenga vínculos de propiedad, administración, responsabilidad crediticia y resultados.

## Título VII DEL MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO

Art. 29.- Del alcance.- Mercado primario, es aquel en que los compradores y el emisor participan directamente o a través de intermediarios, en la compraventa de valores de renta fija o variable y determinación de los precios ofrecidos al público por primera vez.

Mercado secundario, comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación ; por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, los reciben sus vendedores.

Tanto en el mercado primario como en el secundario, las casas de valores serán los únicos intermediarios autorizados para ofrecer al público directamente tales valores, de conformidad con las normas previstas en esta Ley y las resoluciones que expida el C.N.V.

No obstante lo señalado en el inciso anterior, los inversionistas institucionales podrán actuar directamente en el mercado primario de renta fija, en operaciones que no impliquen intermediación de valores.

Art. 30.- De los valores de renta fija.- (Reformado por la Disposición General de la Ley 98-12, R.O. 20-S, 7-IX-98).- Valores de renta fija son aquellos cuyo rendimiento no depende de los resultados de la compañía emisora, sino que está predeterminado en el momento de la emisión y es aceptado por las partes.

El emisor puede colocar los valores de renta fija que emita en el mercado primario bursátil o extrabursátil, a través de una casa de valores, pudiendo colocar también directamente dichos valores en el mercado primario extrabursátil.

En el mercado secundario extrabursátil, los inversionistas institucionales, podrán comprar y vender valores de renta fija por cuenta propia. Para tales efectos, se considera que las administradoras de fondos y fideicomisos, cuando actúen por los fondos y fideicomisos que administren, hacen inversiones por cuenta propia.

Todas las operaciones de mercado secundario con instrumentos emitidos a largo plazo, esto es a más de trescientos sesenta días, deberán ser negociadas en las bolsas de valores.

Al respecto, el Directorio del Banco Central del Ecuador determinará las condiciones en las que el Banco Central, dentro de las previsiones del programa monetario y financiero y sólo como instrumento de control monetario, puede efectuar operaciones de mercado abierto, en sujeción a la Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado.

Art. 31.- De las negociaciones de valores de renta fija entre empresas vinculadas.- Las negociaciones de valores entre empresas vinculadas, cuando éstos estén inscritos en cualquiera de las bolsas de valores del país, se efectuarán a través de dichas entidades.

Las negociaciones de valores emitidos, garantizados, aceptados o avalados, por una empresa vinculada, ya sea al comprador o al vendedor, se realizarán obligatoriamente a través de bolsa.

Toda transacción realizada a nombre de terceros, efectuada por un intermediario autorizado, con valores emitidos, aceptados, garantizados o avalados por empresas vinculadas a dicho intermediario, deberá efectuarse obligatoriamente a través de bolsa.

Las administradoras de fondos y fideicomisos sólo podrán comprar o vender valores emitidos, aceptados, garantizados o avalados por empresas vinculadas con dicha administradora, en las bolsas de valores del país.

Art. 32.- (Reformado por el Art. 119 del Decreto Ley 2000-1, R.O. 144-S, 18-VIII-2000 y por el Art. 3 de la Ley 2002-61, R.O. 511, 7-II-2002).- De los valores de renta variable.- Valores de renta variable son el conjunto de los activos financieros que no tienen un vencimiento fijo y cuyo rendimiento, en forma de dividendos o capital, variará según el desenvolvimiento del emisor.

Tanto en el mercado primario como secundario los valores de renta variable, inscritos en bolsa deberán negociarse únicamente en el mercado bursátil a través de las casas de valores, con excepción de las transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales o de hecho.

Serán nulas las negociaciones realizadas con violación de lo que dispone el presente artículo sin que, por consiguiente, el cesionario pueda ejercer ninguno de los derechos que le otorga la Ley al accionista.

Los representantes legales de emisores cuyas acciones se encuentran inscritas en las bolsas de valores, deberán abstenerse de inscribir transferencias de dichas acciones sin que previamente se les haya presentado la respectiva liquidación de bolsa, salvo en los casos determinados en el inciso segundo de este artículo.

Art. 33.- De los valores derivados de una titularización.- Los valores derivados de una titularización, deberán ser transados en bolsa, tanto en el mercado primario como en el secundario, en casos especiales se podrán efectuar ofertas públicas dirigidas o subastas especiales.

Art. 34.- De los valores no inscritos.- Las bolsas de valores quedan facultadas para implementar mecanismos de negociación para valores no inscritos en bolsa, previa autorización de la Superintendencia de Compañías.

Las acciones de sociedades no inscritas en el Registro del Mercado de Valores, no podrán ser negociadas diariamente en las bolsas. Sin embargo, periódicamente, según determine el reglamento de la bolsa respectiva, se podrán efectuar ruedas especiales de subastas de acciones no inscritas, lo que se anunciará públicamente y con la anticipación necesaria.

Art. 35.- De la transferencia y adquisición de acciones.- Las personas que directa o indirectamente o a través de terceros posean el diez por ciento o más del capital suscrito de una sociedad inscrita en el Registro del Mercado de Valores, o que a causa de una adquisición de acciones lleguen a tener dicho porcentaje, así como los representantes legales y los administradores de dichas sociedades, en su caso,

cualquiera que sea el número de acciones que posean, deberán informar a la Superintendencia de Compañías y a las bolsas de valores, de toda adquisición o transferencia de acciones que llegarán a efectuar en esa sociedad con cinco días hábiles de anticipación a la transacción o transacciones respectivas.

Art. 36.- Toma de Control.- Las personas naturales o jurídicas que directa o indirectamente deseen tomar el control de una sociedad, inscrita en el Registro del Mercado de Valores, sujeta al control de la Superintendencia de Compañías o de Bancos, sea mediante una o varias adquisiciones que individualmente o en conjunto impliquen la toma de control de una sociedad, deberán informar a la sociedad, al público y a cada una de las bolsas de la transacción que pretende efectuar, con una anticipación de por lo menos siete días hábiles a la fecha en que se efectuará la negociación. El C.N.V. normará el contenido y forma de la información que deberá proporcionar. Este aviso tendrá una vigencia de treinta días.

En dicha información se indicará, al menos, el precio, plazo, término, forma de pago y demás condiciones de la negociación a efectuarse, cualquiera que sea la forma de adquisición de las acciones incluidas las que pudieran realizar por suscripción directa.

## Título VIII DE LAS INVERSIONES DEL SECTOR PÚBLICO EN EL MERCADO DE VALORES

Art. 37.- De las inversiones del sector público a través de las bolsas de valores.- (Reformado por la Disposición General de la Ley 98-12, R.O. 20-S, 7-IX-98).- Las inversiones y compraventa de activos financieros que realicen directa o indirectamente las entidades y organismos del sector público, que excedan mensualmente del valor equivalente a un mil unidades de valor constante (UVC), deberán realizarse obligatoriamente a través de los sistemas de negociación bursátiles interconectados entre las bolsas de valores establecidas en el país.

Se exceptúan de la obligatoriedad de realizar las inversiones y compraventa de activos financieros, en la forma prevista en el inciso primero: los depósitos monetarios en cuentas corrientes y de ahorros; las operaciones de reporto que efectúen las entidades y organismos del sector público, hasta cuando estas operaciones sean implementadas por las bolsas de valores; las subastas de valores y demás operaciones que con fines de política monetaria, crediticia, cambiaria y financiera realice el Banco Central del Ecuador.

Cuando las operaciones antes mencionadas se efectúen en mercados extranjeros estarán sujetas a las disposiciones que expida el Directorio del Banco Central del Ecuador.

Para efectos de negociaciones bursátiles, se deberán observar las siguientes disposiciones:

a) Las instituciones financieras del sector público, el Ministerio de Finanzas, el Banco Central del Ecuador, la Corporación Financiera Nacional, el Fondo de Solidaridad, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, las Instituciones no financieras del sector público que de conformidad con sus propias leyes estén obligadas a calificar a un funcionario o empleado para que realice operaciones bursátiles y, aquellas que en consideración al volumen de sus transacciones sean expresamente autorizadas por el C.N.V., Ministerio de Finanzas y el Directorio del Banco Central del Ecuador, deberán realizar operaciones bursátiles a través de funcionarios o empleados calificados para el efecto por las bolsas de valores, quienes actuarán exclusivamente a nombre de las mismas o de otras instituciones del sector público, de conformidad con las normas previstas en esta Ley; y,

Nota:

El Art. 16 lit. d) del Estatuto del Régimen Jurídico y Administrativo de la Función Ejecutiva cambió la denominación del Ministerio de Finanzas y Crédito Público por la de Ministerio de Economía y Finanzas.

b) Las demás entidades del sector público que no se encuentren dentro de aquellas previstas en el literal anterior, podrán efectuar sus operaciones bursátiles por intermedio de funcionarios o empleados de otras instituciones del sector público debidamente calificados para el efecto por las bolsas de valores o por intermedio de casas de valores, asignadas en virtud de una calificación que al menos considerará condiciones de costo; capacidad jurídica, técnica y financiera; y, seguridad del intermediario; además de los requisitos que establezcan mediante normas de carácter general el C.N.V. y el Directorio del Banco Central del Ecuador, en forma conjunta.

Art. 38.- Actividades adicionales de la Corporación Financiera Nacional.- La Corporación Financiera Nacional además de las operaciones autorizadas a realizar tanto en el mercado primario como en el mercado secundario, podrá intervenir como promotora o administradora de fondos de inversión y fideicomisos en los términos previstos en esta Ley, así como en operaciones de colocación primaria de valores emitidos por el sector privado, sujetándose a las disposiciones previstas en esta Ley y sus normas complementarias.

Art. 39.- De las obligaciones sobre las operaciones de las Instituciones del Sector Público.- (Reformado por la Disposición General de la Ley 98-12, R.O. 20-S, 7-IX-98).- En todos los casos en los cuales el comitente sea una institución del sector público, la casa de valores o el operador del sector público calificado, según procediere, deberá informar al cierre del día a las bolsas de valores y a la Superintendencia de Compañías, la identidad de los comitentes y las condiciones de las transacciones efectuadas, en la forma que determine la Superintendencia de Compañías, la cual comunicará sobre el particular al Ministerio de Finanzas y al Directorio del Banco Central del Ecuador. Esta información no se considerará violación al sigilo bursátil.

Nota:

El Art. 16 lit. d) del Estatuto del Régimen Jurídico y Administrativo de la Función Ejecutiva cambió la denominación del Ministerio de Finanzas y Crédito Público por la de Ministerio de Economía y Finanzas.

Art. 40.- (Reformado por la Disposición General de la Ley 98-12, R.O. 20-S, 7-IX-98).- Colocación de valores emitidos por las instituciones del sector público.- Las colocaciones de deuda interna del sector público, denominadas en cualquier moneda o unidad de cuenta, emitidas al amparo de sus propias leyes, deberán ser colocadas a través de subastas interconectadas entre las bolsas de valores existentes. La colocación podrá llevarse a cabo sujetándose a las disposiciones previstas en esta Ley y sus normas complementarias.

La colocación de deuda en mercados extranjeros estará sujeta a las disposiciones legales y a las regulaciones que dicte el Directorio del Banco Central del Ecuador.

Art. 41.- Reglamento especial.- El C.N.V., dictará el reglamento especial, que contendrá las normas, procedimientos y requisitos, que las entidades del sector público no financiero deberán cumplir, para acogerse a los procesos previstos en esta Ley. No tendrán más limitaciones que las que de modo expreso determinen las leyes especiales que las rijan.

Para efectos de la aplicación de la presente Ley, las entidades del sector público no se sujetarán a las disposiciones de la Ley de Contratación Pública, ni requerirán de los informes del Procurador General del Estado, ni del Contralor General del Estado; sin embargo, estos funcionarios serán informados, por parte del Superintendente de Compañías, de todas las operaciones que sean de su conocimiento.

Art. 42.- De las prohibiciones para los funcionarios o empleados de las instituciones del sector público.- Los funcionarios o empleados de las instituciones del sector público debidamente calificados por las bolsas de valores para realizar operaciones bursátiles, tendrán las siguientes prohibiciones:

a) No podrán efectuar operaciones a nombre de terceros, a menos que se trate de la ejecución de disposiciones legalmente impartidas por otra institución del sector público; y,

b) No podrán actuar como compradores y vendedores en una misma transacción.

## Título IX DE LA AUTORREGULACIÓN

Art. 43.- Del concepto y alcance.- Se entiende por autorregulación, la facultad que tienen las bolsas de valores y las asociaciones gremiales formadas por los entes creados al amparo de esta Ley y debidamente reconocidos por el C.N.V., para dictar sus reglamentos y demás normas internas, así como para ejercer el control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia.

En el marco de las normas generales expedidas por el C.N.V., las bolsas de valores y asociaciones gremiales antes indicadas expedirán sus regulaciones de carácter interno y operativo, las que requerirán únicamente de la aprobación de sus órganos competentes y entrarán en vigencia transcurrido el término de cinco días a partir de la notificación a sus miembros y a la Superintendencia de Compañías.

La autorregulación contemplará al menos las normas de ética, disciplina, autocontrol, vigilancia, sanción y sanas costumbres constituidas por hechos uniformes, públicos y generalmente practicados.

La transgresión de las normas de autorregulación, deberá ser sancionada por el órgano autorregulador, sin perjuicio de la sanción que eventualmente dispusiere el órgano de control.

## Título X DE LAS BOLSAS DE VALORES

**Art. 44.- Del objeto y naturaleza.-** Bolsas de valores son las corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.

Podrán realizar las demás actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores, las mismas que serán previamente autorizadas por el C.N.V.

Los beneficios económicos que produjeran las bolsas de valores deberán ser reinvertidos en el cumplimiento de su objeto.

**Art. 45.- De la constitución y autorización de funcionamiento.-** La Superintendencia de Compañías autorizará la constitución de una bolsa de valores, procediendo simultáneamente a su inscripción en el Registro del Mercado de Valores, cuando acredite que se ha constituido para el objeto previsto en esta Ley, cuente con un patrimonio mínimo de trescientos mil UVC, y tenga al menos diez miembros que reúnan todas las condiciones para poder actuar como casa de valores.

Todo acto jurídico que implique modificación a su estatuto deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías, previo el cumplimiento de los requisitos legales y estatutarios.

Si durante la existencia de una bolsa de valores, el número de casas de valores miembros se redujere a menos de diez, ésta deberá subsanar la deficiencia en un plazo no mayor a ciento ochenta días, contados desde la fecha en que se generó la misma. Las bolsas de valores deberán mantener los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles que determine el C.N.V., tomando en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del país. El incumplimiento de estas disposiciones reglamentarias será comunicado por las bolsas de valores a la Superintendencia de Compañías, dentro del término de cinco días de ocurrido el hecho y, deberá ser subsanado en el plazo y la forma que determine dicho organismo de control.

Si vencidos los plazos concedidos, no se hubieren superado las deficiencias, corresponderá suspender o revocar la autorización de funcionamiento, según fuere el caso, salvo que por resolución fundamentada la Superintendencia de Compañías prorrogue este plazo hasta por treinta días más, por una sola vez.

**Art. 46.- De los miembros de la bolsa y su patrimonio.-** Serán miembros de una bolsa de valores las casas de valores autorizadas por la Superintendencia de Compañías que hayan sido admitidas como tales, luego de cumplir los requisitos previstos en el estatuto y reglamentos de la respectiva bolsa, entre los que necesariamente estará el de ser propietario de una cuota patrimonial de esa bolsa.

Las bolsas de valores deberán aceptar como miembros a las casas de valores que hayan cumplido dichos requisitos y que fueren propietarias de una cuota patrimonial.

El interesado en adquirir una cuota patrimonial deberá presentar su demanda en rueda de bolsa, de acuerdo con los procedimientos internos. A falta de una oferta, la bolsa de valores, donde se realizó la demanda, estará obligada a emitir una cuota.

Si el Directorio de una bolsa negare la admisión de una casa de valores, ésta podrá apelar fundamentadamente de tal decisión en un término de siete días contados a partir de la fecha en que fue notificada la respectiva resolución, ante el C.N.V.. Tal resolución causará ejecutoria.

El patrimonio de una bolsa de valores se divide en cuotas iguales y negociables de propiedad de sus miembros, sin que ninguno de ellos pueda tener en propiedad más de una, en la misma bolsa.

En el evento de que una casa de valores deviniere en propietaria de más de una cuota patrimonial, los derechos correspondientes a tal cuota quedarán suspendidos hasta que sea adquirida por otra casa de valores.

**Art. 47.- De la dirección y administración de las bolsas.-** El máximo órgano de gobierno de las bolsas de valores es la asamblea general integrada por todos sus miembros, quienes elegirán un Directorio.

Su máximo órgano directivo estará constituido por un directorio de por lo menos siete integrantes, quienes deberán acreditar un amplio conocimiento técnico, experiencia en el mercado de valores, idoneidad moral y no encontrarse incurso en las prohibiciones señaladas en el artículo siete de esta Ley, a excepción del numeral 9 del citado artículo.

Al Directorio 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.



**Art. 48.- De las obligaciones de las bolsas de valores.-** Las bolsas de valores tendrán las siguientes obligaciones:

1. Fomentar un mercado integrado, informado, competitivo y transparente;
2. Establecer las instalaciones, mecanismos y sistemas que aseguren la formación de un mercado transparente, integrado y equitativo, que permitan la recepción, ejecución y liquidación de las negociaciones en forma rápida y ordenada;
3. Mantener información actualizada sobre los valores cotizados en ellas, sus emisores, los intermediarios de valores y las operaciones bursátiles, incluyendo las cotizaciones y los montos negociados y suministrarla a la Superintendencia de Compañías y al público en general;
4. Brindar el servicio de compensación y liquidación de valores;
5. Expedir certificaciones respecto a precios, montos y volúmenes de operaciones efectuadas en bolsa y el registro de sus miembros, operadores de valores, emisores y valores inscritos; y,
6. Realizar las demás actividades que sean necesarias para el adecuado desarrollo y cumplimiento de su función en el mercado de valores, de acuerdo a normas previamente autorizadas por el C.N.V.

**Art. 49.- (Reformado por el Art. 4 de la Ley 2002-61, R.O. 511, 7-II-2002).- De la rueda de bolsa y de otros mecanismos de negociación.-** Rueda de bolsa es la reunión o sistema de interconexión de operadores de valores que, en representación de sus respectivas casas de valores, realizan transacciones con valores inscritos en bolsa.

La rueda de bolsa debe celebrarse todos los días hábiles, en el horario que determine la norma interna de la respectiva bolsa.

La rueda de bolsa será conducida por un funcionario, denominado director de rueda, a quien compete resolver las cuestiones y conflictos que se susciten durante el curso de ésta, respecto de la realidad y validez de las operaciones.

Además de la rueda de bolsa en los términos indicados en los incisos precedentes, las bolsas de valores podrán establecer otros sistemas de negociación tales como: subastas, rueda electrónica, sistemas transaccionales y de información para atender al mercado extrabursátil y otros mecanismos que autorice la Superintendencia de Compañías, que permitan el encuentro ordenado de ofertas y demandas y la ejecución de las correspondientes negociaciones por parte de las casas de valores. Estos sistemas de negociación podrán ser establecidos por las bolsas de valores ya sea por cuenta propia o a través de terceros.

**Art. 50.- De la suspensión de operaciones.-** Las bolsas de valores de acuerdo con las normas internas que expidan para el efecto, podrán suspender las operaciones de un determinado valor, cuando estimen que existen hechos relevantes que no son de conocimiento general, o que la información existente en el mercado, por ser incompleta o inexacta, impide que la negociación de estos valores se efectúe en condiciones transparentes y competitivas.

La suspensión de la negociación de un valor así como las causales y justificación de ésta, deberá ser pregonada en rueda y comunicada inmediatamente al emisor, a la respectiva casa de valores, Superintendencia de Compañías y, demás bolsas de valores.

El emisor o el respectivo intermediario deberán proporcionar a la bolsa de valores correspondiente, dentro del término de cinco días, la información que sea necesaria para resolver si se mantiene o levanta la suspensión.

Vencido este término y, siempre que el emisor o intermediario no hubiesen presentado los descargos correspondientes, o éstos no sean satisfactorios a criterio de la bolsa, ésta procederá a cancelar la inscripción del respectivo valor y del emisor, de ser el caso; y, remitirá el expediente al C.N.V., ante el cual podrá apelar el emisor.

La suspensión de un valor no podrá mantenerse por un término mayor a diez días, transcurridos los cuales, si no es levantada, se dará por cancelada la inscripción del mismo.

La suspensión o cancelación de un valor tendrá efecto simultáneo en las demás bolsas de valores en las que esté inscrito el respectivo valor.

Art. 51.- De la disolución y liquidación.- La corporación civil bolsa de valores, podrá ser disuelta por la Superintendencia de Compañías por una de las siguientes causales:

- a) Por voluntad de sus miembros resuelta en asamblea general;
- b) Si se produjere la reducción de sus miembros a un número inferior a diez; y si en el plazo previsto en esta Ley, no se hubiere superado esta deficiencia;
- c) Si se redujere el patrimonio neto a un monto inferior al establecido en la presente Ley, o no se hubiere corregido esta deficiencia en un plazo no mayor de ciento ochenta días;
- d) Por imposibilidad manifiesta de cumplir con el objeto para el cual fue creada;
- e) Por fusión con otra bolsa de valores; y,
- f) Por cualquier otra causa determinada en la Ley o el contrato social.

La bolsa de valores en proceso de disolución conservará su personalidad jurídica, mientras se realice la liquidación.

Disuelta la bolsa de valores entrará en la fase de liquidación.

Resuelta la liquidación, la Superintendencia de Compañías designará al liquidador, quien tendrá las facultades previstas en esta Ley y supletoriamente en la Ley de Compañías.

## Título XI DE LA GARANTÍA DE EJECUCIÓN

Art. 52.- De su finalidad.- Las bolsas de valores exigirán a sus miembros una garantía, que tendrá por objeto asegurar el cumplimiento de las obligaciones de las casas de valores frente a sus comitentes y a la respectiva bolsa, derivadas exclusivamente de operaciones bursátiles.

La garantía de ejecución no se aplicará a las subastas o ruedas especiales realizadas en las bolsas de valores con valores no inscritos en el Registro del Mercado de Valores o en la respectiva bolsa.

Esta garantía operará cuando las casas de valores:

1. No ejecutaren una orden en los términos acordados con el contratante o dispuestos por el comitente;
2. Hicieren uso indebido de los valores o dineros puestos a su disposición; y,
3. Ocasionaren pérdidas a terceros por no cumplir con las normas de compensación y liquidación dispuestas por las bolsas de valores.

El C.N.V., expedirá las normas de carácter general que sean necesarias para la constitución, integración, administración, aplicación y ejecución del fondo de garantía.

Art. 53.- De la constitución y vigencia de la garantía.- El fondo común de garantía constituirá un patrimonio separado del de la bolsa, llevándose su contabilidad en forma independiente a la de la respectiva bolsa, debiendo contar con auditoría externa.

La garantía tendrá un monto inicial establecido por el C.N.V. que en ningún caso podrá ser inferior a cinco mil UVC, para cada casa de valores. La bolsa podrá exigir su incremento en razón del riesgo asociado al volumen y naturaleza de las operaciones de las casas de valores.

La garantía deberá mantenerse, por lo menos, un año después del término de las operaciones de la casa de valores como intermediario, en la respectiva bolsa.

Art. 54.- De la administración del fondo de garantía.- El fondo de garantía será administrado por la bolsa, con las mismas obligaciones y responsabilidades establecidas en esta Ley para las administradoras de fondos y fideicomisos.

Sin perjuicio de lo indicado anteriormente, la bolsa podrá delegar dicha administración en una administradora de fondos de inversión y fideicomisos autorizada por la Superintendencia de Compañías.

El manejo de los recursos del fondo se llevará a cabo bajo los principios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

El C.N.V., podrá autorizar a las bolsas de valores, la contratación de un sistema de seguros o cualquier otra modalidad que garantice el cumplimiento de la finalidad para la cual fue creado el fondo de garantía.

Art. 55.- Del procedimiento de reclamo.- Los comitentes cuyas órdenes se hubieren incumplido o a quienes no se hubiere efectuado el pago de la negociación encomendada, o los terceros perjudicados, podrán reclamar ante el presidente del directorio de la bolsa de valores, con la expresión de los fundamentos de su reclamo, el cumplimiento del mandato o el pago de la obligación, dejando a salvo las acciones a las que, por daños y perjuicios, tengan derecho frente al intermediario o las penales si fuera el caso.

Efectuadas las investigaciones por las bolsas de valores, de comprobarse que el reclamo es procedente y que la responsabilidad incumbe a la casa de valores, la bolsa de valores tomará los recursos del fondo de garantía de ejecución y cubrirá con ellos, hasta el monto del fondo, el valor reclamado, sin que asuma responsabilidad frente al reclamante.

Una vez pagada la garantía de ejecución, la bolsa tendrá derecho a repetir el pago efectuado por tal garantía contra la casa de valores y, ésta contra sus operadores.

El comitente que formule el reclamo o la casa de valores contra la que se hubiere planteado podrá, dentro del término de siete días siguientes al de la notificación con la resolución respectiva, recurrir ante el Superintendente de Compañías y, de la resolución de éste, en el mismo término ante el C.N.V.

El C.N.V., mediante norma de carácter general reglamentará la aplicación de este artículo.

## Título XII DE LAS CASAS DE VALORES

Art. 56.- De su naturaleza y requisitos de operación.- Casa de valores es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, cuyo objeto social único es la realización de las actividades previstas en esta Ley. Para constituirse deberá tener como mínimo un capital inicial pagado equivalente a cuarenta mil UVC, cotizados a la fecha de la apertura de la cuenta de integración de capital, que estará dividido en acciones nominativas.

Las casas de valores deberán cumplir los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles que determine el C.N.V., tomando en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del país. El incumplimiento de estas disposiciones reglamentarias será comunicado por las casas de valores a la Superintendencia de Compañías, dentro del término de cinco días de ocurrido el hecho y, deberá ser subsanado en el plazo y la forma que determine dicho organismo de control.

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.

Las casas de valores no podrán efectuar ninguna clase de operación mientras no se encuentren legalmente constituidas, cuenten con la autorización de funcionamiento y sean miembros de una o más bolsas de valores.

Sus funciones de intermediación de valores se regirán por las normas establecidas para los contratos de comisión mercantil en lo que fuere aplicable, sin perjuicio de lo dispuesto en esta Ley.

Art. 57.- Intermediación y responsabilidad de las casas de valores.- Toda orden para efectuar una operación bursátil se entenderá respecto de la casa de valores y de los comitentes, efectuada sobre la base que éstos quedan sujetos a los reglamentos de la bolsa respectiva; y, en el mercado extrabursátil a las normas de carácter general que expida el C.N.V.

Las casas de valores negociarán en el mercado de valores a través de operadores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, quienes actuarán bajo responsabilidad solidaria con sus respectivas casas. Los representantes legales, dependientes y operadores de una casa de valores no podrán serlo simultáneamente de otra casa de valores.

Las casas de valores podrán suscribir contratos con los inversionistas institucionales para que bajo el amparo y responsabilidad de éstas, puedan realizar operaciones directas en bolsa. El C.N.V., expedirá las normas especiales para estos contratos.

Las casas de valores que actúen en la compra o venta de valores, quedan obligadas a pagar el precio de la compra o efectuar la entrega de los valores vendidos, sin que puedan oponer la excepción de falta de provisión. Serán responsables de la identidad y capacidad legal de las personas que contrataren por su intermedio, de la existencia e integridad de los valores que negocien y de la autenticidad del último endoso, cuando procediere; sin embargo, no serán responsables ni asumirán responsabilidad respecto de la solvencia del emisor. No podrán utilizar dineros de sus comitentes para cumplir obligaciones pendientes o propias, o de otros comitentes, ni podrán compensar las sumas que recibieron para comprar ni el precio que se les entregare por los valores vendidos, con las cantidades que les adeude el cliente comprador o vendedor.

Art. 58.- De las facultades de las casas de valores.- Las casas de valores tendrán las siguientes facultades:

1. Operar, de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes, en los mercados bursátil y extrabursátil;
2. Administrar portafolios de valores o dineros de terceros para invertirlos en instrumentos del mercado de valores de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes. Se considera portafolio de valores a un conjunto de valores administrados exclusivamente para un solo comitente;
3. Adquirir o enajenar valores por cuenta propia;
4. Realizar operaciones de underwriting con personas jurídicas del sector público, del sector privado y con fondos colectivos;
5. Dar asesoría e información en materia de intermediación de valores, finanzas y valores, estructuración de portafolios de valores, adquisiciones, fusiones, escisiones u otras operaciones en el mercado de valores, promover fuentes de financiamiento, para personas naturales o jurídicas y entidades del sector público. Cuando la asesoría implique la estructuración o reestructuración accionaria de la empresa a la cual se la está proporcionando, la casa de valores podrá adquirir acciones de la misma, para su propio portafolio, aunque dichas acciones no estuvieren inscritas en el Registro del Mercado de Valores. El plazo para mantener estas inversiones será determinado mediante norma de carácter general emitida para el efecto por el C.N.V.;
6. Explotar su tecnología, sus servicios de información y procesamiento de datos y otros relacionados con su actividad;
7. Anticipar fondos de sus recursos a sus comitentes para ejecutar órdenes de compra de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, debiendo retener en garantía tales valores hasta la reposición de los fondos y dentro de los límites y plazos que establezcan las normas que para el efecto expedirá el C.N.V.;
8. Ser accionista o miembro de instituciones reguladas por esta Ley, con excepción de otras casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos, compañías calificadoras de riesgo, auditores externos, del grupo empresarial o financiero al que pertenece la casa de valores y sus empresas vinculadas;
9. Efectuar actividades de estabilización de precios únicamente durante la oferta pública primaria de valores, de acuerdo con las normas de carácter general que expida el C.N.V.;
10. Realizar operaciones de reporto bursátil de acuerdo con las normas que expedirá el C.N.V.;
11. Realizar actividades de "market - maker" (hacedor del mercado), con acciones inscritas en bolsa bajo las condiciones establecidas por el C.N.V., entre las que deberán constar patrimonio mínimo, endeudamiento, posición, entre otros; y,
12. Las demás actividades que autorice el C.N.V. en consideración de un adecuado desarrollo del mercado de valores en base al carácter complementario que éstas tengan en relación con su actividad principal.

Art. 59.- De las prohibiciones a las casas de valores.- A las casas de valores les está prohibido:

1. Realizar actividades de intermediación financiera;
2. Recibir por cualquier medio captaciones del público;

3. Realizar negociaciones con valores no inscritos en el Registro del Mercado de Valores, excepto en los casos previstos en el numeral 5, del artículo 58 de este cuerpo legal o cuando se las efectúe a través de los mecanismos establecidos en esta Ley;
4. Realizar actos o efectuar operaciones ficticias o que tengan por objeto manipular o fijar artificialmente precios o cotizaciones;
5. Garantizar rendimientos o asumir pérdidas de sus comitentes;
6. Divulgar por cualquier medio, directa o indirectamente información falsa, tendenciosa, imprecisa o privilegiada;
7. Marginarse utilidades en una transacción en la que, habiendo sido intermediario, ha procedido a cobrar su correspondiente comisión;
8. Adquirir valores que se les ordenó vender, así como vender de los suyos a quien les ordenó adquirir, sin autorización expresa del cliente. Esta autorización deberá constar en documento escrito;
9. Realizar las actividades asignadas en la presente Ley a las administradoras de fondos y fideicomisos;
10. Realizar operaciones de "market maker" (hacedor del mercado), con acciones emitidas por empresas vinculadas con la casa de valores o cualquier otra compañía relacionada por gestión, propiedad o administración; y,
11. Ser accionista de una administradora de fondos y fideicomisos.

#### Título XIII

#### DE LOS DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

Art. 60.- De la naturaleza, autorización y requisitos de operación.- Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores son las compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías para recibir en depósito valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, encargarse de su custodia y conservación y brindar los servicios de liquidación y registro de transferencias de los mismos y, operar como cámara de compensación de valores. Para constituirse deberán tener como mínimo un capital inicial pagado equivalente a cien mil UVC, cotizados a la fecha de la apertura de la cuenta de integración del capital.

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 del Mercado de Valores y otras personas autorizadas por el C.N.V.

Los depósitos centralizados de compensación y liquidación deberán cumplir los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles que determine el C.N.V., tomando en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del país. El incumplimiento de estas disposiciones reglamentarias será comunicado por los depósitos centralizados de compensación y liquidación a la Superintendencia de Compañías, dentro del término de cinco días de ocurrido el hecho y, deberá ser subsanado en el plazo y la forma que determine dicho organismo de control.

Los límites de participación accionaria en estas sociedades serán establecidos por el C.N.V. mediante norma de carácter general, para cuya expedición deberá considerar la participación consolidada de empresas vinculadas.

La Corporación Financiera Nacional, en las circunstancias especiales que establezca el C.N.V., podrá actuar como promotora o accionista de depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores.

61.- Autorización de funcionamiento.- La Superintendencia de Compañías autorizará el funcionamiento de un depósito centralizado, procediendo a su inscripción y a la de sus reglamentos en el Registro del Mercado de Valores, en cuanto verifique que se ha constituido cumpliendo los requisitos establecidos en el artículo anterior y, que tiene las facilidades, mecanismos, reglamentos y procedimientos que garanticen su funcionamiento, de acuerdo a lo dispuesto en esta Ley.

Art. 62.- De las operaciones autorizadas.- Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores están autorizados para realizar las siguientes operaciones:

a) Recibir depósitos de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y encargarse de su custodia y conservación hasta su restitución a quien corresponda;

b) Llevar a nombre de los emisores los registros de acciones, obligaciones y otros valores, los libros de acciones y accionistas de las sociedades que inscriban sus acciones en la bolsa y, efectuar el registro de transferencias, así como la liquidación y compensación de los valores depositados que se negocien en bolsa y en el mercado extrabursátil;

c) Los entes partícipes del mercado de valores informarán al Depósito los nombres y apellidos o denominaciones o razones sociales según corresponda, de las personas a las que pertenezcan los valores depositados. El depósito procederá a abrir una cuenta a nombre de cada depositante. Cada una de estas cuentas se subdividirá, a su vez, en tantas cuentas y subcuentas como comitentes declare y clase, serie y emisor de títulos valores deposite respectivamente; reportará además, sus montos y características generales y entregará constancia de la existencia de dichas cuentas de acuerdo a las disposiciones que para el efecto expida el C.N.V., mediante norma de carácter general.

d) Presentar a aceptación o a pago los valores que le sean entregados para el efecto y levantar protestos por falta de aceptación o de pago de los valores, particularizando en acto pertinente de conformidad con las disposiciones legales aplicables; estos protestos tendrán el mismo valor y eficacia que los protestos judiciales o notariales;

e) Podrá unificar los títulos del mismo género y emisión que reciba de sus depositantes, en un título que represente la totalidad de esos valores depositados. El fraccionamiento y las transferencias futuras se registrarán mediante el sistema de anotación de cuenta. El sistema de anotación en cuenta con cargo al título unificado implica el registro o inscripción computarizada de los valores, sin que sea necesario la emisión física de los mismos, particular que será comunicado inmediatamente al emisor, de ser el caso; y,

f) Otras actividades conexas que autorice el C.N.V.

Para el cumplimiento de sus fines, podrán realizar todas aquellas actividades que directa o indirectamente permitan la ejecución de las operaciones autorizadas.

Art. 63.- Del contrato de depósito.- El contrato de depósito de valores, que ha de constar por escrito en formatos aprobados por la Superintendencia de Compañías, se perfecciona por la entrega real de los títulos o de los registros electrónicos en caso de valores en cuentas, acompañados de los actos circulatorios correspondientes de conformidad con lo previsto en los artículos 229 y 230 de esta Ley. Para el efecto, el C.N.V. emitirá normas de carácter general que establecerán los códigos de seguridad que deberán contener los registros electrónicos contentivos de los valores en cuenta. Podrán actuar como depositantes directos las bolsas de valores, las casas de valores, las instituciones del sistema financiero, los emisores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, los inversionistas institucionales y las demás personas que determine el C.N.V., mediante norma de carácter general. El depositante, sin necesidad de estipulación expresa, garantizará la autenticidad, integridad y titularidad de los valores. A partir de la entrega, es responsabilidad del depósito en cumplimiento de su deber de custodia y conservación de los valores, el garantizar la autenticidad de los actos de transferencia, gravamen o limitación que inscriba en los registros a su cargo.

Art. 64.- Titularidad de los valores.- Para los fines de toda operación con valores en custodia en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, se reputará como titular o propietario a quien aparezca inscrito como tal en los registros del depósito.

Art. 65.- Ejercicio de los derechos patrimoniales.- El depósito centralizado de compensación y liquidación de valores ejercerá en representación de los depositantes los derechos patrimoniales inherentes a los valores que se hallen a su custodia; por lo tanto, cobrarán intereses, dividendos, reajustes y el principal de los mismos, cuando sea del caso. Se prohíbe a los depósitos centralizados ejercer los derechos extra patrimoniales, como intervenir en juntas generales de accionistas u obligacionistas, impugnar acuerdos sociales u otros, ni siquiera en ejercicio de mandatos conferidos para el efecto.

Art. 66.- Registros contables.- Los depósitos centralizados deberán llevar registros contables de los depósitos que se regirán por los principios de prioridad de inscripción y de tracto sucesivo.

Los depósitos centralizados comunicarán a los emisores de los valores depositados todas las inscripciones que practiquen, al día hábil siguiente.

En virtud del principio de prioridad, una vez producida cualquier inscripción no podrá practicarse ninguna otra respecto de los mismos valores que obedezca a un hecho producido con anterioridad en lo que resulte opuesta o incompatible con la anterior. Así mismo, el acto que acceda primeramente al registro

será preferente sobre los que accedan con posterioridad, debiendo el Depósito Centralizado practicar las operaciones correspondientes según el orden de presentación.

En virtud del principio de tracto sucesivo, para la inscripción de la transmisión de valores será precisa la previa inscripción de los mismos en el registro contable a favor del cedente. Igualmente, la inscripción de la constitución, modificación o extinción de derechos reales sobre valores inscritos requerirá de su previa inscripción a favor del disponente.

Art. 67.- Fungibilidad de los valores.- Los valores que consten de anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión que tengan unas mismas características tienen carácter fungible; por lo tanto, quien aparezca como titular en el registro contable lo será de una cantidad determinada de los mismos sin referencia que identifique individualmente los valores.

Art. 68.- Emisión de certificaciones.- El Depósito Centralizado, a solicitud del depositante, de la casa de valores que lo represente, de las Superintendencias de Compañías o de Bancos o por orden judicial, podrá extender certificados relativos a las operaciones realizadas.

A solicitud del depositante o del titular podrá extender certificados relativos a los valores que tenga en custodia, los que tendrán el carácter de no negociables y en cuyo texto necesariamente constará la finalidad para la cual se extienden y su plazo de vigencia, que no podrá exceder de treinta días. En ningún caso podrán constituirse derechos sobre tales certificados. Los valores respecto de los cuales se emitan estos certificados quedarán inmovilizados durante el plazo de vigencia del certificado.

En todos los casos en que las leyes exijan la presentación de títulos, bastará el certificado conferido por el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.

Art. 69.- Tarifas.- Los Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores establecerán las tarifas que cobrarán a los usuarios de sus servicios; estas tarifas y sus modificaciones serán comunicadas a la Superintendencia de Compañías, la cual podrá objetarlas de encontrarlas inmoderadas, mediante resolución fundamentada.

Art. 70.- Responsabilidad del depósito.- La omisión de las inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas, la disposición arbitraria de los efectos depositados y, en general, las infracciones de los deberes legales y reglamentarios relativos al depósito, compensación, liquidación y registro, darán derecho a los perjudicados a reclamar al Depósito Centralizado la indemnización de los daños sufridos, excepto el caso de culpa exclusiva del usuario de los servicios.

El reclamo de la indemnización de daños y perjuicios no impedirá el ejercicio de las acciones penales a que hubiere lugar.

Cuando el perjuicio consista en la privación de determinados valores y ello sea razonablemente posible, el Depósito Centralizado procederá a adquirir valores de las mismas características para su entrega al perjudicado. De no ser posible esta forma de restitución, el depósito deberá entregar al perjudicado el valor en efectivo, correspondiente al último precio de negociación.

Art. 71.- De las prohibiciones.- Al Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores le está prohibido:

1. Ejercer derecho alguno sobre los valores registrados en él, o disponer de tales valores;
2. Efectuar transferencias encomendadas por intermediarios u otras personas no inscritas en el Registro del Mercado de Valores, con excepción de las transacciones privadas y las transmisiones o transferencias de dominio a título gratuito; y,
3. Salvo los casos de mandato judicial y de disposiciones de la respectiva Superintendencia, proporcionar información sobre los datos que aparezcan en sus registros, a terceras personas que no tengan derechos sobre ellos. Exclúyese de esta norma a los emisores de valores respecto de valores por ellos emitidos y a los intermediarios que efectuaron la entrega de los valores.

Art. 72.- Normas para la compensación y liquidación.- El C.N.V., dictará las normas generales aplicables a los procesos de compensación y liquidación de los valores depositados.

Art. 73.- Liquidación del depósito.- En caso de disolución y liquidación del depósito, corresponderá a la Superintendencia de Compañías designar a la o a las personas que desempeñarán las funciones de liquidador, pudiendo encargársele al mismo depósito. La Superintendencia determinará si los valores depositados serán administrados temporalmente por el depósito en cuestión o por la persona que aquélla designe. En ningún caso dichos valores formarán parte del patrimonio en liquidación.

## Título XIV DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

### Capítulo I INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

Art. 74.- De los inversionistas institucionales.- Para efectos de esta Ley, se entenderá por inversionistas institucionales, a 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, a las corporaciones de garantía y retrogarantía, a las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos y, toda otra persona jurídica y entidades que el C.N.V. señale como tal, mediante norma de carácter general, en atención a que el giro principal de aquéllas sea la realización de inversiones en valores u otros bienes y que el volumen de las transacciones u otras características permita calificar de significativa su participación en el mercado.

Los inversionistas institucionales operarán en el mercado bursátil por intermedio de casas de valores, cuando fuere el caso; y, en el mercado extrabursátil a través de operadores, bajo responsabilidad solidaria, los mismos que deberán estar inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Los inversionistas institucionales estarán obligados a entregar información respecto a las transacciones que efectúen, en forma veraz, completa y oportuna, de acuerdo con las normas que expida el C.N.V.

### Capítulo II DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Art. 75.- Fondos de inversión: definición y objeto.- Fondo de inversión es el patrimonio común, integrado por aportes de varios inversionistas, personas naturales o jurídicas y, las asociaciones de empleados legalmente reconocidas, para su inversión en los valores, bienes y demás activos que esta Ley permite, correspondiendo la gestión del mismo a una compañía administradora de fondos y fideicomisos, la que actuará por cuenta y riesgo de sus aportantes o partícipes.

Los aportes quedarán expresados, para el caso de los fondos administrados, en unidades de participación, de igual valor y características, teniendo el carácter de no negociables. En el caso de los fondos colectivos, los aportes se expresarán en cuotas, que son valores negociables.

Cuando en este título se haga referencia a los fondos, sin precisar si se trata de fondos administrados o colectivos, se entenderá que la remisión se aplica a ambos tipos.

Art. 76.- Clases de fondos.- Los fondos de inversión, se clasifican en:

a) Fondos administrados son aquellos que admiten la incorporación, en cualquier momento de aportantes, así como el retiro de uno o varios, por lo que el monto del patrimonio y el valor de sus respectivas unidades es variable; y,

b) Fondos colectivos son aquellos que tienen como finalidad invertir en valores de proyectos productivos específicos. El fondo estará constituido por los aportes hechos por los constituyentes dentro de un proceso de oferta pública, cuyas cuotas de participación no son rescatables, incrementándose el número de sus cuotas como resultado de su suscripción y pago, durante su respectivo período de colocación y, reduciéndose su monto sólo con ocasión de una reducción parcial de ellas, ofrecida a todos los aportantes, o en razón de su liquidación. Estos fondos y su administrador se someterán a las normas del fideicomiso mercantil. Exclusivamente para este tipo de fondos, la administradora podrá fungir como emisor de procesos de titularización. Las cuotas de estos fondos, que deberán someterse a calificación de riesgo, serán libremente negociables.

Conforme a los tipos de fondos antes mencionados, se podrán organizar distintas clases de fondos para inversiones específicas, tales como educacionales, de vivienda, de pensiones, de cesantía y otros que autorice el C.N.V.

Art. 77.- De los fondos internacionales.- (Reformado por la Disposición General de la Ley 98-12, R.O. 20-S, 7-IX-98).- Estos fondos pueden ser de tres clases:

1. Fondos administrados o colectivos constituidos en el Ecuador que recibirán únicamente inversiones de carácter extranjero para inversión en el mercado ecuatoriano. Estos fondos deberán inscribirse en el Registro del Mercado de Valores y se someterán a las normas establecidas para los fondos de inversión, exceptuando los requisitos de participación máxima, debiendo cumplir con los requisitos de registro que



estén vigentes para la inversión extranjera en el país. Los rendimientos podrán ser reembolsados en todo momento atendiendo los plazos fijados en sus normas internas;

2. Fondos administrados o colectivos constituidos en el Ecuador, por nacionales o extranjeros, con el fin de que dichos recursos se destinen a ser invertidos en valores tanto en el mercado nacional como en el internacional. Estos fondos se sujetarán a las leyes y regulaciones del Ecuador. Corresponderá al C.N.V., mediante norma de carácter general regular los requerimientos de liquidez, riesgo e información financiera de los mercados y valores en los que se invertirán los recursos del fondo; y,

3. Fondos constituidos en el exterior, por nacionales o extranjeros. Estos fondos podrán actuar en el mercado nacional y constituirse con dineros provenientes de ecuatorianos o extranjeros.

Las inversiones de los fondos de inversión constituidos con aportes de residentes en el país en moneda extranjera, se regirán por las normas de carácter general que para el efecto expida el Directorio del Banco Central del Ecuador.

En todo caso, los fondos que hayan sido constituidos en el exterior y que capten recursos de residentes en el Ecuador, deberán hacerlo por intermedio de una administradora de fondos constituida en el Ecuador, para lo cual deberán firmar el respectivo convenio de representación, con responsabilidad fiduciaria, y sujetarse a los requisitos de información que requiera la Superintendencia de Compañías.

Las administradoras de fondos y fideicomisos constituidas en el Ecuador, serán las únicas instituciones autorizadas para manejar o representar fondos internacionales.

Art. 78.- Constitución de los fondos y autorización de funcionamiento.- Los fondos se constituirán por escritura pública que deberá ser otorgada por los representantes legales de la administradora, e inscrita en el Registro del Mercado de Valores. La escritura pública deberá contener los requisitos mínimos que determine el C.N.V.

La Superintendencia de Compañías autorizará el funcionamiento de un fondo, cualquiera que éste sea, previa verificación de que la escritura pública de constitución y del reglamento interno del fondo, se ajusten a las disposiciones de esta Ley y sus normas complementarias; que su administradora se encuentre inscrita en el Registro del Mercado de Valores y tenga el patrimonio mínimo exigido para gestionarlo; que tratándose de un fondo colectivo se encuentren inscritas en el registro las respectivas emisiones de cuotas y, otros antecedentes que el C.N.V., solicite mediante norma de carácter general.

Art. 79.- Reglamento interno del fondo.- El reglamento interno de un fondo deberá regular, al menos las siguientes materias:

- a) La denominación del fondo, en la que obligatoriamente se incluirá además del nombre específico de éste, la expresión "Fondo de Inversión" y, la indicación de si se trata de un fondo colectivo o administrado;
- b) Plazo de duración, cuando se trate de fondos colectivos. En el caso de fondos administrados, el plazo puede ser fijo o indefinido;
- c) Política de inversión de los recursos;
- d) Remuneración por la administración;
- e) Gastos a cargo del fondo, honorarios y comisiones de la administradora;
- f) Normas para la valoración de las unidades y cuotas;
- g) Política de reparto de los beneficios y endeudamiento cuando se trate de un fondo colectivo;
- h) Información que deberá proporcionarse a los aportantes obligatoriamente y con la periodicidad que determine el C.N.V.;
- i) Normas sobre el cambio de administrador y liquidación anticipada o al término del plazo de un fondo, si se contemplare tales situaciones;
- j) Normas sobre la liquidación y entrega de rendimientos periódicos a los inversionistas aportantes, si el fondo lo previere;
- k) Normas relativas al retiro de los aportes cuando se trate de un fondo administrado;

l) Normas sobre el derecho de rescate anticipado voluntario de las unidades de los fondos administrados y los casos de excepción en que procede tal rescate en los fondos colectivos;

m) Indicación del diario en que se efectuarán las publicaciones informativas para los aportantes; y,

n) Las demás que establezca el C.N.V., mediante norma de carácter general.

Art. 80.- Liquidación del fondo.- Transcurridos seis meses desde la fecha de inicio de las operaciones de un fondo, su patrimonio neto no podrá representar una suma inferior al equivalente a veinte mil UVC, ni tener menos de setenta y cinco partícipes cuando se trate de un fondo administrado.

Si durante la vigencia del fondo, su patrimonio neto o el número de partícipes se redujere a montos inferiores a los dispuestos en el inciso anterior, la administradora deberá restablecer tales montos dentro de los sesenta días siguientes de acaecido este hecho y, si ello no ocurre deberá procederse a la liquidación del fondo, la que quedará a cargo de su propia administradora, o a la fusión con otro fondo de iguales características, previa autorización de la Superintendencia de Compañías.

Art. 81.- Colocación y transferencia de las unidades o cuotas de los fondos.- La venta de las unidades de participación de los fondos administrados será realizada a través de la propia administradora.

La colocación primaria de las cuotas de los fondos colectivos se realizará a través de oferta pública.

Ninguna administradora podrá efectuar la venta de las unidades o colocación de las cuotas de sus fondos, sin que el respectivo fondo se haya inscrito previamente en el Registro del Mercado de Valores.

Las transferencias de las cuotas de participación de los fondos colectivos dentro del mercado secundario, cuando estuvieren representadas en un título, se realizarán en los mismos términos señalados en el artículo 201 reformado (188) de la Ley de Compañías para las transferencias de acciones y deberán inscribirse en el Registro que llevará la administradora o el depósito centralizado de compensación y liquidación. Cuando dichas cuotas constaren únicamente en anotación en cuenta su transferencia se regirá a las normas previstas en esta Ley para tales casos.

La administradora no se pronunciará sobre la procedencia de la transferencia de cuotas y estará obligada a inscribir, sin más trámite las que se le presenten, siempre que se cumpla con lo dispuesto en este artículo.

La administradora responderá de los perjuicios que se deriven por el retardo injustificado de la inscripción.

Art. 82.- Valorización de cuotas y patrimonio.- Las unidades de un fondo administrado se valorizarán diariamente, siendo la resultante de la división del valor vigente de su patrimonio neto, calculado de acuerdo a las normas de carácter general que imparta el C.N.V., por el número de unidades emitidas y pagadas al día de su cálculo.

Para la determinación del valor del patrimonio neto del fondo, el C.N.V., deberá tener en consideración el valor de mercado o liquidación de las inversiones que lo componen, para lo cual deberá referirse básicamente a las cotizaciones de los valores que se transen en mercados públicos, a los precios de adquisición de las inversiones y a los demás valores referenciales del valor de mercado que aquél determine.

Las inversiones ocasionales en valores que realicen los fondos colectivos deberán valorizarse de acuerdo a las mismas normas dispuestas para las inversiones de los fondos administrados y, las adicionales que señale el C.N.V., en razón de las características específicas de sus inversiones, pudiendo eximir las de la actualización diaria por un período no superior a un año, según el tipo de inversiones que éstos mantengan.

Art. 83.- Aportes, beneficios y retiros de aportes de fondos administrados.- La calidad de partícipe de un fondo administrado, se adquiere en el momento en que la sociedad recibe el aporte del inversionista, el cual podrá efectuarse en numerario, cheque efectivizado o transferencia.

Los aportes a un fondo administrado quedarán expresados en unidades, todas de igual valor y características y, cuyo número se determinará de acuerdo con el valor vigente de la unidad al momento de recepción del aporte. Se considerarán activos de fácil liquidación para todos los efectos legales y se podrán representar por certificados nominativos o por los mecanismos e instrumentos sustitutivos que autorice el C.N.V.

Art. 84.- De los beneficios de los fondos administrados.- El único beneficio que la inversión en un fondo administrado podrá reportar a los partícipes, será el incremento que se produzca en el valor de la unidad, como consecuencia de las variaciones experimentadas por el patrimonio del fondo. El valor que perciban los partícipes en el rescate de unidades, será el que resulte de la diferencia entre el valor de adquisición y el de rescate.

Art. 85.- De los rescates.- Los partícipes podrán en cualquier tiempo, rescatar total o parcialmente sus unidades del fondo administrado, de acuerdo con lo establecido en el reglamento interno.

El partícipe ejercerá su derecho a rescate comunicando por escrito a la sociedad administradora, la que efectuará una liquidación de acuerdo con el valor vigente de la unidad a la fecha de pago.

Para estos efectos, la administradora llevará un registro, en el que se anotarán las solicitudes de suscripción y de rescate de unidades del fondo, en el orden y forma que establezca la Superintendencia Compañías.

Art. 86.- Inscripción y colocación de cuotas de fondos colectivos.- Las cuotas de fondos colectivos serán valores de oferta pública y sus emisiones se inscribirán en el Registro del Mercado de Valores. El C.N.V., establecerá mediante norma de carácter general, la información y antecedentes que deberá presentar al efecto.

El plazo para la colocación y suscripción de las cuotas que emita un fondo colectivo no podrá exceder de un año desde su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

Previo a su colocación las cuotas de un fondo colectivo deberán registrarse en una bolsa de valores del país, manteniéndose vigente dicho registro, hasta el término de su liquidación, con el objeto de asegurar a los titulares de las mismas un adecuado y permanente mercado secundario.

Art. 87.- Inversiones de los fondos.- Sin perjuicio que el C.N.V., establezca mediante norma de carácter general los requerimientos de liquidez, riesgo e información financiera de los mercados y valores en los que se invertirán los recursos de los fondos, las administradoras los invertirán, conforme a los objetivos fijados en sus reglamentos internos y podrán componerse de los siguientes valores y activos:

- a) Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
- b) Valores crediticios o contentivos de obligaciones numerarias a cargo del Estado o del Banco Central del Ecuador;
- c) Depósitos a la vista o a plazo fijo en instituciones del sistema financiero controladas por la Superintendencia de Bancos y demás valores crediticios o contentivos de obligaciones numerarias a cargo de, avalados por o garantizados por ellas, inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
- d) Valores emitidos por compañías extranjeras y transados en las bolsas de valores de terceros países o que se encuentren registrados por la autoridad reguladora competente del país de origen; y,
- e) Otros valores o contratos que autorice el C.N.V., en razón de su negociación en mercados públicos e informados.

Los recursos de los fondos colectivos se podrán también invertir en:

1. Acciones y obligaciones de compañías constituidas en el Ecuador y, no inscritas en el Registro del Mercado de Valores;
2. Acciones y obligaciones negociables de compañías extranjeras, que no coticen en bolsa u otros mercados públicos;
3. Bienes raíces, ubicados en territorio nacional o extranjero y, cuya renta para el fondo provenga de su explotación como negocio inmobiliario; y,
4. Acciones de compañías que desarrollen proyectos productivos específicos.

El C.N.V. podrá requerir a los fondos, mediante norma de carácter general, la utilización en su denominación de términos específicos que permitan identificar el objeto principal del fondo, en relación al tipo de inversiones que pretenda realizar.

Art. 88.- Límites a la inversión de los fondos.- La inversión en instrumentos o valores emitidos, aceptados, avalados o garantizados por una misma entidad, no podrá exceder del veinte por ciento del

activo total de un fondo y la inversión en instrumentos o valores emitidos, aceptados, avalados o garantizados por empresas vinculadas no podrá exceder del treinta por ciento del patrimonio de cada fondo.

La inversión en el conjunto de instrumentos emitidos, aceptados, avalados o garantizados por compañías o empresas vinculadas a la administradora, no podrá exceder del quince por ciento del patrimonio del fondo, excepto las inversiones en fondos colectivos, que podrán llegar hasta un treinta por ciento del patrimonio del fondo.

Se exceptúan de estos límites las inversiones en valores emitidos por el Banco Central del Ecuador y el Ministerio de Finanzas.

Las disposiciones de los incisos primero y segundo de este artículo, no se aplicarán para el caso de que las inversiones del fondo tengan por finalidad invertir en bienes inmuebles situados en el país o acciones de compañías que desarrollen proyectos productivos específicos.

Nota:

El Art. 16 lit. d) del Estatuto del Régimen Jurídico y Administrativo de la Función Ejecutiva cambió la denominación del Ministerio de Finanzas y Crédito Público por la de Ministerio de Economía y Finanzas.

Art. 89.- De las inversiones en acciones.- En el caso de inversiones en acciones de sociedades anónimas inscritas en el Registro del Mercado de Valores, el fondo no podrá poseer más del quince por ciento de las acciones suscritas y pagadas por una misma sociedad; y, el conjunto de inversiones en valores emitidos o garantizados por una misma sociedad de este tipo, no podrá exceder del quince por ciento del activo total de dicha emisora.

Tratándose de inversiones en acciones de sociedades de capital no inscritas, el fondo colectivo no podrá poseer más del treinta por ciento de las acciones suscritas y pagadas de dicha sociedad; salvo que se trate de sociedades que tengan como inversión principal, de acuerdo a lo que determine la Superintendencia de Compañías, uno o más bienes inmuebles o proyectos productivos específicos. El conjunto de inversiones en valores emitidos o garantizados por una misma sociedad no inscrita en el Registro del Mercado de Valores, no podrá ser superior al treinta por ciento del activo total de dicha emisora.

Art. 90.- De los límites para inversión de los fondos que administre una misma administradora.- En caso de que una sociedad administre más de un fondo las inversiones de éstos, en conjunto, no podrán exceder de los límites señalados en los artículos 88 y 89 de esta Ley. Así mismo, en caso de que dos o más administradoras pertenezcan a un mismo grupo de empresas vinculadas, las inversiones de los fondos administrados por éstas, en conjunto, no podrán exceder los límites señalados en dichos artículos.

Art. 91.- De la regularización de inversiones no autorizadas.- Si a consecuencia de liquidaciones, repartos de capital o por causa justificada, a juicio de la Superintendencia de Compañías, un fondo colectivo recibiere en pago o mantuviere valores o bienes cuya inversión no se ajuste a lo establecido en esta Ley o en sus normas complementarias, la administradora comunicará esta situación, dentro de los dos días hábiles siguientes de que hubiere ocurrido, a fin de que la Superintendencia de Compañías determine si el procedimiento, de evaluación, es el adecuado. En todo caso, estos bienes deberán ser enajenados dentro de los sesenta días contados desde su adquisición, salvo que por resolución fundamentada, la Superintendencia de Compañías, prorrogue hasta por treinta días, por una sola vez.

Para el caso de los fondos administrados, si como producto de las operaciones de un fondo administrado, se excedieren los límites previstos en esta Ley y sus normas complementarias, la administradora deberá informar por escrito a la Superintendencia de Compañías dentro de los dos días hábiles siguientes y, dispondrá de un plazo de quince días para regularizar su situación. En caso de existir motivo justificado para dicho incumplimiento, la Superintendencia de Compañías podrá prorrogarlo hasta por un plazo máximo de cuarenta y cinco días.

Art. 92.- Gravámenes y restricciones.- Los bienes y valores que integren el activo del fondo deben ser libres de todo gravamen o limitación de dominio, salvo que se trate de bienes y valores de fondos colectivos que tengan por objeto garantizar obligaciones propias del fondo.

Los pasivos exigibles que mantenga un fondo administrado, serán de aquéllos que autorice la Superintendencia de Compañías, en razón de los compromisos adquiridos con proveedores de servicios a cargo del fondo, los propios de las operaciones con los valores en que éste invierte y las obligaciones por remuneraciones de su administradora.

La cuantía y tipo de pasivos exigibles que pueda asumir un fondo colectivo deberán establecerse en su reglamento interno.

Art. 93.- Del procedimiento de inversión.- Además de las normas previstas en esta Ley para mercado primario y secundario y, las que expida el C.N.V., para el efecto, las inversiones de los fondos deberán sujetarse a las siguientes reglas:

- a) Las operaciones entre fondos de una misma sociedad administradora de fondos, obligatoriamente deben negociarse a través de bolsa;
- b) Las adquisiciones o enajenaciones de bienes inmuebles por montos iguales o superiores al cinco por ciento del activo total del fondo, deberán sustentarse con dos avalúos de peritos independientes no relacionados con la administradora; y,
- c) Las transacciones de los demás valores y bienes del fondo deberán ajustarse a los precios que habitualmente prevalecen en el mercado, en caso de existir una referencia y, a falta de ésta, deberán fundamentarse en estudios de valorización económica de esas inversiones.

Art. 94.- Asambleas y comité de vigilancia de los aportantes de los fondos colectivos.- Los aportantes de fondos colectivos se reunirán en asambleas generales, de carácter ordinario o extraordinario.

Las asambleas generales ordinarias se celebrarán una vez al año, dentro del período y con las formalidades que determine el C.N.V., para decidir sobre las siguientes materias:

- a) Aprobar el balance y estados financieros anuales que sobre el fondo presente la administradora;
- b) Elegir anualmente a los miembros del comité de vigilancia del fondo, así como aprobar su presupuesto de operación;
- c) Acordar la sustitución de la administradora una sola vez al año o la liquidación anticipada del fondo; y,
- d) Los demás asuntos que el reglamento interno del fondo establezca.

Art. 95.- De la convocatoria.- La convocatoria a asamblea general ordinaria o extraordinaria de un fondo colectivo corresponderá a la administradora, o a su comité de vigilancia, en su caso. La Superintendencia de Compañías y los partícipes que representen por lo menos el cincuenta por ciento de las cuotas en circulación, pueden convocar también a una asamblea extraordinaria, cumpliendo las mismas solemnidades establecidas en este artículo.

La convocatoria a asambleas de partícipes, se hará mediante un aviso publicado con ocho días de anticipación en uno de los diarios de mayor circulación en el domicilio principal de la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, informando a los partícipes el lugar, fecha, hora y el orden del día de la asamblea. Para el cómputo de este plazo no se contará el día de la publicación ni el de la celebración de la asamblea.

La asamblea podrá deliberar válidamente, en primera convocatoria, con la presencia de partícipes que representen más del cincuenta por ciento de las cuotas en circulación y en este caso sus decisiones se tomarán por mayoría simple, calculada en base a las cuotas en circulación, constitutivas del quórum.

Si no hubiere quórum en la primera convocatoria, se deberá realizar una nueva convocatoria, siguiendo las mismas formalidades de la primera. En segunda convocatoria, la asamblea se instalará con los partícipes presentes y las decisiones se tomarán con el voto favorable de las dos terceras partes de las cuotas en circulación constitutivas del quórum.

En todo caso, para que la comunidad de partícipes pueda en primera como en segunda convocatoria, resolver la sustitución de su administradora, requerirá del voto favorable de titulares de más del cincuenta por ciento de las cuotas en circulación.

Art. 96.- Del comité de vigilancia del fondo colectivo.- El comité de vigilancia del fondo colectivo estará compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los aportantes, no relacionados a la administradora. No podrán ser elegidos como miembros del mencionado comité los aportantes que pertenezcan a empresas vinculadas a la administradora.

Será atribución del comité de vigilancia comprobar que la administradora cumpla en relación al respectivo fondo lo dispuesto en esta Ley, normas complementarias y su reglamento interno, pudiendo convocar a asamblea extraordinaria cuando lo considere necesario.

El comité de vigilancia deberá informar a la asamblea de aportantes, sobre su labor y las conclusiones obtenidas. Sin perjuicio de ello, cuando en su labor detecte el incumplimiento de las normas que rigen al

fondo y su administradora, deberá ponerlos en conocimiento de la Superintendencia de Compañías, pudiendo solicitarle la convocatoria a asamblea extraordinaria.

### Capítulo III DE LAS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS Y FIDEICOMISOS

Art. 97.- Del objeto y constitución.- Las administradoras de fondos y fideicomisos deben constituirse bajo la especie de compañías o sociedades anónimas. Su objeto social está limitado a:

- a) Administrar fondos de inversión;
- b) Administrar negocios fiduciarios, definidos en esta Ley;
- c) Actuar como emisores de procesos de titularización; y,
- d) Representar fondos internacionales de inversión.

Para ejercer la actividad de administradora de negocios fiduciarios y actuar como emisora en procesos de titularización, deberán sujetarse a las disposiciones relativas a fideicomiso mercantil y titularización que constan en esta Ley.

Art. 98.- Del capital mínimo y autorización de funcionamiento.- Las administradoras de fondos que tengan como objeto social únicamente el de administrar fondos de inversión o representen fondos internacionales, requerirán de un capital suscrito y pagado equivalente a cien mil UVC; las administradoras de fondos y fideicomisos que tengan como objeto social únicamente la actividad fiduciaria y participen en procesos de titularización deberán acreditar un capital suscrito y pagado equivalente a cien mil UVC.

En caso de que la administradora de fondos y fideicomisos se dedicare tanto a administrar fondos de inversión y fideicomisos y participe en procesos de titularización, requerirá de un capital suscrito y pagado adicional al mencionado en el inciso anterior equivalente a cincuenta mil UVC y una autorización adicional por parte de la Superintendencia de Compañías. El C.N.V, determinará para este último caso, los parámetros técnicos mínimos requeridos.

El capital de las sociedades administradoras de fondos estará dividido en acciones nominativas.

Cada fondo y negocio fiduciario se considera un patrimonio independiente de su administradora, la que deberá llevar una contabilidad separada de otros fondos y negocios fiduciarios, los que estarán sujetos a auditoría externa, por una misma firma auditora, de acuerdo con las normas de esta Ley.

Con excepción de las facultades previstas en esta Ley, las compañías administradoras de fondos y fideicomisos no podrán realizar ninguna otra actividad, ni contar con la autorización de funcionamiento por parte de la Superintendencia de Compañías, mientras no se haya cumplido previamente con los requisitos de capital señalados en este artículo.

Art. 99.- Del patrimonio mínimo.- Las administradoras de fondos y fideicomisos deberán cumplir los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles que determine el C.N.V., tomando en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del país. El incumplimiento de estas disposiciones reglamentarias será comunicado por las administradoras de fondos y fideicomisos a la Superintendencia de Compañías, dentro del término de cinco días de ocurrido el hecho, y deberá ser subsanado en el plazo y la forma que determine dicho organismo de control.

Podrán administrar fondos de inversión cuyos patrimonios en conjunto no excedan el equivalente a cincuenta veces el patrimonio contable de la administradora de fondos. El C.N.V., determinará los casos en que el negocio fiduciario requiera de garantías adicionales.

Las administradoras o sus empresas vinculadas no podrán tener en su conjunto más del treinta por ciento de inversión en las cuotas de fondos colectivos.

Art. 100.- De las entidades autorizadas.- Las entidades del sector público podrán actuar como fiduciarios de conformidad con lo previsto en sus propias leyes.

En sujeción a las disposiciones legales, contenidas en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, para que la administradora de fondos y fideicomisos sea considerada como parte de un grupo financiero, empresarial o empresas vinculadas, cualquier persona natural o jurídica perteneciente a los grupos o empresas antes citados, deberá poseer, directa o indirectamente al menos el quince por ciento

de las acciones con derecho a voto. Sin embargo, el grupo financiero o empresarial, las empresas vinculadas y sus integrantes podrán participar de otras administradoras de fondos y fideicomisos, siempre y cuando su participación sea inferior al diez por ciento en conjunto.

Art. 101.- Inhabilidades de los administradores.- Los socios o directores de la administradora no podrán estar incurso en algunas de las inhabilidades señaladas en los numerales 1) al 5), del artículo 7 de esta Ley.

Art. 102.- Responsabilidades de la administradora de fondos y fideicomisos.- La administradora estará obligada a proporcionar a los fondos, los servicios administrativos que éstos requieran, tales como la cobranza de sus ingresos y rentabilidad, presentación de informes periódicos que demuestren su estado y comportamiento actual y, en general, la provisión de un servicio técnico para la buena administración del fondo.

La administradora gestionará cada fondo, atendiendo exclusivamente a la mejor conveniencia de éste. Todas y cada una de las operaciones que efectúe por cuenta del mismo, se harán en el mejor interés del fondo.

Sin perjuicio de las responsabilidades penales, son infracciones administrativas las operaciones realizadas con los activos del fondo para obtener beneficios indebidos, directos o indirectos para la administradora, sus directores o administradores y las personas relacionadas o empresas vinculadas.

La administradora deberá mantener invertido al menos el cincuenta por ciento de su capital pagado en unidades o cuotas de los fondos que administre, pero en ningún caso estas inversiones podrán exceder del treinta por ciento del patrimonio neto de cada fondo, a cuyo efecto la Superintendencia de Compañías realizará las inspecciones periódicas que sean pertinentes.

Art. 103.- De las obligaciones de la sociedad administradora de fondos y fideicomisos como fiduciario.- Sin perjuicio de los deberes y obligaciones que como administradora de fondos tiene esta sociedad, le corresponden en su calidad de fiduciario, además de las disposiciones contenidas en el contrato de fideicomiso mercantil, las siguientes:

a) Administrar prudente y diligentemente los bienes transferidos en fideicomiso mercantil, y los bienes administrados a través del encargo fiduciario, pudiendo celebrar todos los actos y contratos necesarios para la consecución de las finalidades instituidas por el constituyente;

b) Mantener el fideicomiso mercantil y el encargo fiduciario separado de su propio patrimonio y de los demás fideicomisos mercantiles y encargos fiduciarios que mantenga, llevando para el efecto una contabilidad independiente para cada uno de éstos.

La contabilidad del fideicomiso mercantil y de los encargos fiduciarios deberá reflejar la finalidad pretendida por el constituyente y se sujetarán a los principios de contabilidad generalmente aceptados;

c) Rendir cuentas de su gestión, al constituyente o al beneficiario, conforme a lo que prevea el contrato y con la periodicidad establecida en el mismo y, a falta de estipulación la rendición de cuentas se la realizará en forma trimestral;

d) Transferir los bienes a la persona a quien corresponda conforme al contrato;

e) Terminar el contrato de fideicomiso mercantil o el encargo fiduciario, por el cumplimiento de las causales y efectos previstos en el contrato; y,

f) Informar a la Superintendencia de Compañías en la forma y periodicidad que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

Art. 104.- Custodia de los valores.- Las operaciones del fondo serán efectuadas por la administradora a nombre del titular de los instrumentos representativos de las inversiones realizadas.

Los títulos o documentos representativos de los valores y demás activos en los que se inviertan los recursos del fondo, deberán ser entregados por la administradora a un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores o a una entidad bancaria autorizada a prestar servicios de custodia. Para este último caso la entidad bancaria no podrá estar vinculada a la administradora de fondos y fideicomisos.

Art. 105.- De las prohibiciones a las administradoras de fondos y fideicomisos.

1.- Como administradoras de fondos les está prohibido:

- a) Adquirir, enajenar o mezclar activos de un fondo con los suyos propios;
- b) Mezclar activos de un fondo con los de otros fondos;
- c) Realizar operaciones entre fondos y fideicomisos de una misma administradora fuera de bolsa;
- d) Garantizar un resultado, rendimiento o tasa de retorno;
- e) Traspasar valores de su propiedad o de su propia emisión entre los distintos fondos que administre;
- f) Dar o tomar dinero a cualquier título a los fondos a, o de los fondos que administre o entregar éstos en garantía;
- g) Emitir obligaciones y recibir depósitos en dinero;
- h) Participar de manera alguna en la administración, asesoramiento, dirección o cualquier otra función que no sea la de accionista en aquellas compañías en que un fondo mantenga inversiones; e,
- i) Ser accionista de una casa de valores, administradoras de fondos de inversión y fideicomisos, calificadoras de riesgo, auditoras externas y demás empresas vinculadas a la propia administradora de fondos de inversión.

**2.- Además en calidad de fiduciario no deberán:**

- a) Avalar, afianzar o garantizar el pago de beneficios o rendimientos fijos en función de los bienes que administra; no obstante, conforme a la naturaleza del fideicomiso mercantil, podrán estimarse rendimientos o beneficios variables o fijos no garantizados dejando constancia siempre que las obligaciones del fiduciario son de medio y no de resultado; y,
- b) La fiduciaria durante la vigencia del contrato de fideicomiso mercantil o del encargo fiduciario, no permitirá que el beneficiario se apropie de los bienes que él mismo o la sociedad administradora de fondos y fideicomisos administre de acuerdo a lo estipulado en el fideicomiso.

Además de las prohibiciones señaladas anteriormente, las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos no podrán dedicarse a las actividades asignadas en la presente Ley a las casas de valores.

**Art. 106.- De los órganos de administración y comité de inversiones.-** Los órganos de administración serán los que determine el estatuto. Sin embargo, la compañía para su función de administradora en el caso de fondos administrados, deberá tener un comité de inversiones cuyos miembros deberán acreditar experiencia en el sector financiero, bursátil o afines, de por lo menos tres años.

No podrán ser administradores ni miembros del comité de inversiones:

- a) Quienes hayan sido sentenciados al pago de obligaciones incumplidas con instituciones del sistema financiero o de obligaciones tributarias, así como los que hubieren incumplido un laudo dictado por un tribunal de arbitraje, mientras esté pendiente la obligación;
- b) Los impedidos de ejercer el comercio y quienes hayan sido condenados por delitos contra la propiedad, las personas, o la fe pública mientras esté pendiente la pena, así como los sancionados con inhabilitación por la Superintendencia de Compañías;
- c) Los que hubieren sido declarados en quiebra o insolventes aunque hubieren sido rehabilitados;
- d) Los directores, representantes legales, apoderados generales, auditores internos y externos de otras sociedades que se dediquen a la misma actividad;
- e) Quienes en el transcurso de los últimos 5 años, hubieren incurrido en castigo de sus obligaciones por parte de cualquier institución financiera;
- f) Quienes hubieren sido condenados por delitos, mientras esté pendiente la pena; y,
- g) Quienes por cualquier otra causa estén incapacitados.

**Art. 107.- Responsabilidades del comité de inversiones.-** El comité de inversiones tendrá bajo su responsabilidad, la de definir las políticas de inversiones de los fondos y supervisar su cumplimiento además de aquellas que determine el estatuto de la sociedad administradora de fondos y fideicomisos.



El C.N.V., mediante norma de carácter general, determinará el número de miembros que lo constituirán y las limitaciones a las que deberá someterse.

Art. 108.- Disolución y liquidación de la administradora de fondos y fideicomisos.- En el proceso de disolución y liquidación de la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, se aplicarán las disposiciones de la Ley de Compañías y sus normas complementarias. Disuelta la administradora por cualquier causa, se procederá a su liquidación e inmovilización de los fondos que administre, salvo que la Superintendencia de Compañías autorice el traspaso de la administración del fondo a otra sociedad de igual giro.

La liquidación será practicada por la Superintendencia de Compañías, pudiendo ésta autorizar a la administradora para que efectúe su propia liquidación o la del o de los fondos que administre.

#### Título XV DEL FIDEICOMISO MERCANTIL Y ENCARGO FIDUCIARIO

Art. 109.- Del contrato de fideicomiso mercantil.- Por el contrato de fideicomiso mercantil una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporeales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

El patrimonio autónomo, esto es el conjunto de derechos y obligaciones afectados a una finalidad y que se constituye como efecto jurídico del contrato, también se denomina fideicomiso mercantil; así, cada fideicomiso mercantil tendrá una denominación peculiar señalada por el constituyente en el contrato a efectos de distinguirlo de otros que mantenga el fiduciario con ocasión de su actividad.

Cada patrimonio autónomo (fideicomiso mercantil), está dotado de personalidad jurídica, siendo el fiduciario su representante legal, quien ejercerá tales funciones de conformidad con las instrucciones señaladas por el constituyente en el correspondiente contrato.

El patrimonio autónomo (fideicomiso mercantil), no es, ni podrá ser considerado como una sociedad civil o mercantil, sino únicamente como una ficción jurídica capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones a través del fiduciario, en atención a las instrucciones señaladas en el contrato.

Art. 110.- Naturaleza y vigencia del contrato.- El fideicomiso mercantil deberá constituirse mediante instrumento público abierto. Cuando al patrimonio del fideicomiso mercantil se aporten bienes inmuebles u otros para los cuales la Ley exija la solemnidad de escritura pública, se cumplirá con este requisito.

La transferencia de la propiedad a título de fideicomiso se efectuará conforme las disposiciones generales previstas en las leyes, atendiendo la naturaleza de los bienes.

El fideicomiso mercantil tendrá un plazo de vigencia o, podrá subsistir hasta el cumplimiento de la finalidad prevista o de una condición. La duración del fideicomiso mercantil no podrá ser superior a ochenta años, salvo los siguientes casos:

a) Si la condición resolutoria es la disolución de una persona jurídica; y,

b) Si los fideicomisos son constituidos con fines culturales o de investigación, altruistas o filantrópicos, tales como los que tengan por objeto el establecimiento de museos, bibliotecas, institutos de investigación científica o difusión de cultura, o de aliviar la situación de los interdictos, los huérfanos, los ancianos, minusválidos y personas menesterosas, podrán subsistir hasta que sea factible cumplir el propósito para el que se hubieren constituido.

Art. 111.- Titularización de Activos.- Se podrá utilizar el contrato de fideicomiso mercantil como medio para llevar a cabo procesos de titularización de activos, cuyas fuentes de pago serán, exclusivamente los bienes del fideicomiso y los mecanismos de cobertura correspondientes, conforme lo dispuesto en la presente Ley.

Art. 112.- De los negocios fiduciarios.- Negocios fiduciarios son aquéllos actos de confianza en virtud de los cuales una persona entrega a otra uno o más bienes determinados, transfiriéndole o no la propiedad de los mismos para que ésta cumpla con ellos una finalidad específica, bien sea en beneficio del constituyente o de un tercero. Si hay transferencia de la propiedad de los bienes el fideicomiso se

denominará mercantil, particular que no se presenta en los encargos fiduciarios, también instrumentados con apoyo en las normas relativas al mandato, en los que sólo existe la mera entrega de los bienes.

Art. 113.- De la transferencia a título de fideicomiso mercantil.- La transferencia a título de fideicomiso mercantil no es onerosa ni gratuita ya que la misma no determina un provecho económico ni para el constituyente ni para el fiduciario y se da como medio necesario para que éste último pueda cumplir con las finalidades determinadas por el constituyente en el contrato. Consecuentemente, la transferencia a título de fideicomiso mercantil está exenta de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones ya que no constituye hecho generador para el nacimiento de obligaciones tributarias ni de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias gratuitas y onerosas.

La transferencia de dominio de bienes inmuebles realizada en favor de un fideicomiso mercantil, está exenta del pago de los impuestos de alcabalas, registro e inscripción y de los correspondientes adicionales a tales impuestos, así como del impuesto a las utilidades en la compraventa de predios urbanos y plusvalía de los mismos. Las transferencias que haga el fiduciario restituyendo el dominio al mismo constituyente, sea que tal situación se deba a la falla de la condición prevista en el contrato, por cualquier situación de caso fortuito o fuerza mayor o por efectos contractuales que determinen que los bienes vuelvan en las mismas condiciones en las que fueron transferidos, gozarán también de las exenciones anteriormente establecidas. Estarán gravadas las transferencias gratuitas u onerosas que haga el fiduciario en favor de los beneficiarios en cumplimiento de las finalidades del contrato de fideicomiso mercantil, siempre que las disposiciones generales previstas en las leyes así lo determinen.

La transferencia de dominio de bienes muebles realizada a título de fideicomiso mercantil está exenta del pago del Impuesto al Valor Agregado y de otros impuestos indirectos. Igual exención se aplicará en el caso de restitución al constituyente de conformidad con el inciso precedente de este artículo.

Art. 114.- Encargo fiduciario.- Llámase encargo fiduciario al contrato escrito y expreso por el cual una persona llamada constituyente instruye a otra llamada fiduciario, para que de manera irrevocable, con carácter temporal y por cuenta de aquél, cumpla diversas finalidades, tales como de gestión, inversión, tenencia o guarda, enajenación, disposición en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

En este contrato se presentan los elementos subjetivos del contrato de fideicomiso mercantil, pero a diferencia de éste no existe transferencia de bienes de parte del constituyente que conserva la propiedad de los mismos y únicamente los destina al cumplimiento de finalidades instituidas de manera irrevocable. Consecuentemente, en los encargos fiduciarios, no se configura persona jurídica alguna.

Cuando por un encargo fiduciario se hayan entregado bienes al fiduciario, éste se obliga a mantenerlos separados de sus bienes propios así como de los fideicomisos mercantiles o de los encargos fiduciarios que mantenga por su actividad, aplicando los criterios relativos a la tenencia y administración diligente de bienes de terceros.

Son aplicables a los encargos fiduciarios el artículo 1491 del Código Civil y los artículos 2062, 2072, 2073, 2074, 2075, 2077, 2079, 2081, 2091, 2093, 2094 numerales 1, 2, 5, 6 y 7, 2099, 2100, 2101 del título XXVII del Código Civil referentes al mandato y las normas de la Comisión Mercantil previstas en el Código de Comercio y, en cuanto unas y otras sean compatibles con la naturaleza propia de estos negocios y no se opongan a las reglas especiales previstas en la presente Ley.

Quedan prohibidos los encargos fiduciarios y fideicomisos mercantiles secretos, esto es aquellos que no tengan prueba escrita y expresa respecto de la finalidad pretendida por el constituyente en virtud del contrato, sin perjuicio de la obligación de reserva del fiduciario en atención a características puntuales de determinadas finalidades así como a los negocios finales de estos contratos.

Art. 115.- Constituyentes o fideicomitentes.- Pueden actuar como constituyentes de fideicomisos mercantiles las personas naturales o jurídicas privadas, públicas o mixtas, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, quienes transferirán el dominio de los bienes a título de fideicomiso mercantil.

Las instituciones del sector público que actúen en tal calidad, se sujetarán al reglamento especial que para el efecto expedirá el C.N.V.

El fiduciario en cumplimiento de encargos fiduciarios o de contratos de fideicomiso mercantil, puede además transferir bienes, sea para constituir nuevos fideicomisos mercantiles para incrementar el patrimonio de otros ya existentes, administrados por él mismo o por otro fiduciario.

Para la transferencia de bienes de personas jurídicas se observarán lo que dispongan los estatutos de las mismas y las disposiciones previstas en la Ley de Compañías.

Cuando un tercero distinto del constituyente se adhiere y acepta las disposiciones previstas en un contrato de fideicomiso mercantil o de encargos fiduciarios se lo denominará constituyente adherente. Cabe la adhesión en los contratos en los que se haya establecido esa posibilidad.

**Art. 116.- Beneficiarios.-** Serán beneficiarios de los fideicomisos mercantiles o de los encargos fiduciarios, las personas naturales o jurídicas privadas, públicas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica designadas como tales por el constituyente en el contrato o posteriormente si en el contrato se ha previsto tal atribución. Podrá designarse como beneficiario del fideicomiso mercantil a una persona que al momento de la constitución del mismo no exista pero se espera que exista. Podrán existir varios beneficiarios de un contrato de fideicomiso, pudiendo el constituyente establecer grados de preeminencia entre ellos e inclusive beneficiarios sustitutos.

A falta de estipulación, en el evento de faltar o ante la renuncia del beneficiario designado y, no existiendo beneficiarios sustitutos o sucesores de sus derechos, se tendrá como beneficiario al mismo constituyente o a sus sucesores de ser el caso.

Queda expresamente prohibido la constitución de un fideicomiso mercantil en el que se designe como beneficiario principal o sustituto al propio fiduciario, sus administradores, representantes legales, o sus empresas vinculadas.

**Art. 117.- Bienes que se espera que existan.-** Los bienes que no existen pero que se espera que existan podrán comprometerse en el contrato de fideicomiso mercantil a efectos de que cuando lleguen a existir, incrementen el patrimonio del fideicomiso mercantil.

**Art. 118.- Naturaleza individual y separada de cada fideicomiso mercantil.-** El patrimonio autónomo que se origina en virtud del contrato de fideicomiso mercantil es distinto de los patrimonios individuales del constituyente, del fiduciario y beneficiario, así como de otros fideicomisos mercantiles que mantenga el fiduciario.

Cada fideicomiso mercantil como patrimonio autónomo que es, estará integrado por los bienes, derechos, créditos, obligaciones y contingentes que sean transferidos en fideicomiso mercantil o que sean consecuencia del cumplimiento de la finalidad establecida por el constituyente. Consecuentemente, el patrimonio del fideicomiso mercantil garantiza las obligaciones y responsabilidades que el fiduciario contraiga por cuenta del fideicomiso mercantil para el cumplimiento de las finalidades previstas en el contrato.

Por ello y dado a que el patrimonio autónomo tiene personalidad jurídica, quienes tengan créditos a favor o con ocasión de actos o contratos celebrados con un fiduciario que actuó por cuenta de un fideicomiso mercantil, sólo podrán perseguir los bienes del fideicomiso mercantil del cual se trate mas no los bienes propios del fiduciario.

La responsabilidad por las obligaciones contenidas en el patrimonio autónomo se limitará únicamente hasta el monto de los bienes que hayan sido transferidos al patrimonio del fideicomiso mercantil, quedando excluidos los bienes propios del fiduciario.

Contractualmente el constituyente podrá ordenar que el fideicomiso se someta a auditoría externa; sin embargo el C.N.V., establecerá mediante norma general los casos en los que obligatoriamente los fideicomisos deberán contar con auditoría externa, teniendo en consideración el monto y naturaleza de los mismos.

**Art. 119.- Titularidad legal del dominio.-** El fideicomiso mercantil será el titular de los bienes que integran el patrimonio autónomo. El fiduciario ejercerá la personería jurídica y la representación legal del fideicomiso mercantil, por lo que podrá intervenir con todos los derechos y atribuciones que le correspondan al fideicomiso mercantil como sujeto procesal, bien sea de manera activa o pasiva, ante las autoridades competentes en toda clase de procesos, trámites y actuaciones administrativas o judiciales que deban realizarse para la protección de los bienes que lo integran, así como para exigir el pago de los créditos a favor del fideicomiso y para el logro de las finalidades pretendidas por el constituyente.

**Art. 120.- Contenido básico del contrato.-** El contrato de fideicomiso mercantil o de encargos fiduciarios deberá contener por lo menos lo siguiente:

**1.- Requisitos mínimos:**

- a) La identificación del o los constituyentes y del o los beneficiarios;

- b) Una declaración juramentada del constituyente de que los dineros o bienes transferidos tienen procedencia legítima; que el contrato no adolece de causa u objeto ilícito y, que no irroga perjuicios a acreedores del constituyente o a terceros;
- c) La transferencia de los bienes en fideicomiso mercantil y la entrega o no cuando se trate de encargos fiduciarios;
- d) Los derechos y obligaciones a cargo del constituyente, de los constituyentes adherentes, en caso de haberse previsto su adhesión, del fiduciario y del beneficiario;
- e) Las remuneraciones a las que tenga derecho el fiduciario por la aceptación y desempeño de su gestión;
- f) La denominación del patrimonio autónomo que surge como efecto propio del contrato;
- g) Las causales y forma de terminación del fideicomiso mercantil;
- h) Las causales de sustitución del fiduciario y el procedimiento que se adoptará para tal efecto; e,
- i) Las condiciones generales o específicas para el manejo, entrega de los bienes, frutos, rendimientos y liquidación del fideicomiso mercantil.

2.- Además, el contrato podrá contener elementos adicionales, tales como:

- a) La facultad o no y la forma por la cual el fiduciario pueda emitir certificados de participación en los derechos personales derivados del contrato de fideicomiso mercantil, los mismos que constituyen títulos valores, de conformidad con las normas de titularización que dicte el C.N.V.; y,
- b) La existencia o no de juntas de beneficiarios, de constituyentes o de otros cuerpos colegiados necesarios para lograr la finalidad pretendida por el constituyente.

3.- En los contratos no se podrán estipular cláusulas que signifiquen la imposición de condiciones inequitativas e ilegales, tales como:

- a) Previsiones que disminuyan las obligaciones legales impuestas al fiduciario o acrecienten sus facultades legales en aspectos importantes para el constituyente y/o beneficiario, como aquellas que exoneren la responsabilidad de aquél o se reserve la facultad de dar por terminado el contrato anticipadamente o de apartarse de la gestión encomendada, sin que en el contrato se hayan indicado expresamente los motivos para hacerlo y se cumplan los trámites administrativos a que haya lugar;
- b) Limitación de los derechos legales del constituyente o beneficiario, como el de resarcirse de los daños y perjuicios causados, ya sea por incumplimiento o por defectuoso cumplimiento de las obligaciones del fiduciario;
- c) La determinación de circunstancias que no se hayan destacado con caracteres visibles en la primera página del contrato al momento de su celebración, a partir de las cuales se derive, sin ser ilegal, una consecuencia en contra del constituyente o beneficiario, o que conlleve la concesión de prerrogativas a favor del fiduciario;
- d) Previsiones con efectos desfavorables para el constituyente o beneficiario que aparezcan en forma ambigua, confusa o no evidente, y, como consecuencia, se le presenten a éste discrepancias entre los efectos esperados o previsibles del negocio y los que verdaderamente resulten del contenido del contrato;
- e) La posibilidad de que quien debe cumplir la gestión encomendada sea otra persona diferente al fiduciario, sustituyéndose así como obligado, salvo que por la naturaleza del contrato se imponga la necesidad de hacerlo en personas especializadas en determinadas materias; y,
- f) Las que conceden facultades al fiduciario para alterar unilateralmente el contenido de una o algunas cláusulas, como aquellas que permitan reajustar unilateralmente las prestaciones que correspondan a las partes contratantes.

## Capítulo I CUESTIONES PROCESALES

Art. 121.- Inembargabilidad.- Los bienes del fideicomiso mercantil no pueden ser embargados ni sujetos a ninguna medida precautelatoria o preventiva por los acreedores del constituyente, ni por los del

beneficiario, salvo pacto en contrario previsto en el contrato. En ningún caso dichos bienes podrán ser embargados ni objeto de medidas precautelatorias o preventivas por los acreedores del fiduciario. Los acreedores del beneficiario, podrán perseguir los derechos y beneficios que a éste le correspondan en atención a los efectos propios del contrato de fideicomiso mercantil.

Art. 122.- Garantía general de prenda de acreedores del fideicomiso mercantil.- Los bienes transferidos al patrimonio autónomo respaldan todas las obligaciones contraídas por el fideicomiso mercantil para el cumplimiento de las finalidades establecidas por el constituyente y podrán, en consecuencia, ser embargados y objeto de medidas precautelatorias o preventivas por parte de los acreedores del fideicomiso mercantil. Los acreedores del beneficiario podrán perseguir los derechos y beneficios que a éste le correspondan en atención a los efectos propios del contrato de fideicomiso mercantil.

Art. 123.- Acciones por contratos fraudulentos.- El contrato de fideicomiso mercantil otorgado en fraude de terceros por el constituyente, o en acuerdo fraudulento de éste con el fiduciario, podrá ser impugnado judicialmente por los interesados, mediante las correspondientes acciones de nulidad, simulación o cualquiera otra prevista en la Ley, según el caso; sin perjuicio de la acción y responsabilidad penal a la que hubiere lugar.

Art. 124.- Juez competente.- Se aplicarán las normas de competencia previstas en la Ley para los juicios en que las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos intervengan como actoras en representación de fideicomisos mercantiles o como demandadas.

Para la solución de los conflictos y pretensiones entre el constituyente, los constituyentes adherentes, el fiduciario y el beneficiario, derivados de los contratos de fideicomiso mercantil, las partes podrán acogerse a los mecanismos alternativos de solución de conflictos previstos en la Ley de Arbitraje y Mediación.

## Capítulo II

### DE LAS OBLIGACIONES Y DERECHOS DE LAS PARTES, DE LA SUSTITUCIÓN FIDUCIARIA, DE LA RENUNCIA Y DE LA TERMINACIÓN DEL FIDEICOMISO MERCANTIL

Art. 125.- De las obligaciones de medio y no de resultado.- No obstante las obligaciones señaladas precedentemente, así como las que se prevean en el contrato de fideicomiso mercantil y en el de encargo fiduciario, el fiduciario no garantiza con su actuación que los resultados y finalidades pretendidas por el constituyente efectivamente se cumplan.

El fiduciario responde hasta por culpa leve en el cumplimiento de su gestión, que es de medio y no de resultado; esto es, que su responsabilidad es actuar de manera diligente y profesional a fin de cumplir con las instrucciones determinadas por el constituyente con miras a tratar de que las finalidades pretendidas se cumplan.

Art. 126.- Derechos del constituyente.- Son derechos del constituyente del fideicomiso mercantil:

- a) Los que consten en el contrato;
- b) Exigir al fiduciario el cumplimiento de las finalidades establecidas en el contrato de fideicomiso mercantil;
- c) Exigir al fiduciario la rendición de cuentas, con sujeción a lo dispuesto en esta Ley y a las normas de carácter general que imparta el C.N.V., sobre la actividad fiduciaria y las previstas en las cláusulas contractuales; y,
- d) Ejercer las acciones de responsabilidad civil o penal a que hubiere lugar, en contra del fiduciario por dolo, culpa leve en el desempeño de su gestión.

Art. 127.- Derechos del beneficiario.- Son derechos del beneficiario del fideicomiso mercantil:

- a) Los que consten en el contrato;
- b) Exigir al fiduciario el cumplimiento de las finalidades establecidas en el contrato de fideicomiso mercantil;
- c) Exigir al fiduciario la rendición de cuentas, con sujeción a lo dispuesto en esta Ley y a las normas de carácter general que imparta el C.N.V., sobre la actividad fiduciaria y las previstas en las cláusulas contractuales;

d) Ejercer las acciones de responsabilidad civil o penal a que hubiere lugar, en contra del fiduciario por dolo, culpa grave o culpa leve en el desempeño de su gestión;

e) Impugnar los actos de disposición de bienes del fideicomiso mercantil realizados por el fiduciario en contra de las instrucciones y finalidades del fideicomiso mercantil, dentro de los términos establecidos en la Ley; y,

f) Solicitar la sustitución del fiduciario, por las causales previstas en el contrato, así como en los casos de dolo o culpa leve en los que haya incurrido el fiduciario, conforme conste de sentencia ejecutoriada o laudo arbitral. y en el caso de disolución o liquidación de la sociedad administradora de fondos y fideicomisos.

Art. 128.- De la rendición de cuentas.- La rendición de cuentas es indelegable a terceras personas u órganos del fideicomiso, por lo que corresponde al fiduciario rendir las cuentas comprobadas de sus actuaciones. Es a la sociedad administradora de fondos y fideicomisos a quien le compete demostrar su cumplimiento en la labor ejecutada, de acuerdo con lo dispuesto en el contrato constitutivo y las normas de carácter general que determine el C.N.V.

Art. 129.- Diferencia entre rendición comprobada de cuentas y los simples informes.- En la rendición comprobada de cuentas, el fiduciario debe justificar, argumentar y demostrar, con certeza, a través de los medios pertinentes, el cumplimiento de la labor encomendada en el contrato constitutivo y en la Ley.

Los informes tienen por finalidad la de comunicar o reportar algunas actividades o situaciones llevadas a cabo por el fiduciario para que los interesados conozcan el desarrollo y estado de la gestión. No supone, pues, que tal información sea comprobada, pero tampoco goza de carácter liberatorio de las obligaciones del fiduciario, quien debe obtener la conformidad del constituyente o beneficiario directamente o a través de los procesos determinados anteriormente.

Art. 130.- Remisión de información a la Superintendencia de Compañías.- Los aspectos contables y financieros de la rendición comprobada de cuentas deben guardar armonía con la información que tiene que presentar el fiduciario a la Superintendencia de Compañías, respecto de aquellas situaciones que afecten de manera importante el estado general del fideicomiso mercantil o encargo fiduciario y, los correctivos a las medidas que se adoptarán para continuar el curso normal del fideicomiso mercantil o encargo fiduciario.

Igualmente, el representante legal de las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos deberá informar a la Superintendencia de Compañías los hechos o situaciones que impidan el normal desarrollo del negocio fiduciario y que retarden o puedan retardar de manera sustancial su ejecución y/o terminación, de suerte que comprometan seriamente la obtención de los objetivos perseguidos. Dicho aviso deberá darse a más tardar dentro de los quince días siguientes a la ocurrencia del hecho o a la fecha en que tuvo o debió tener conocimiento del mismo.

El C.N.V., normará la forma y contenido de los informes sobre rendición de cuentas que deberán ser presentados a la Superintendencia de Compañías.

Art. 131.- Renuncia del fiduciario.- El fiduciario solo podrá renunciar a su gestión, siempre que no cause perjuicio al constituyente, al beneficiario o a terceros vinculados con el fideicomiso mercantil y, por los motivos expresamente indicados en el contrato de fideicomiso mercantil o encargo fiduciario. A falta de estipulación son causas de renuncia las siguientes:

a) Que el beneficiario no pueda o se niegue a recibir los beneficios de conformidad con el contrato, salvo que hubiere recibido instrucciones del constituyente de efectuar pago por consignación siempre a costa del constituyente; y,

b) La falta de pago de la remuneración pactada por la gestión del fiduciario.

A menos que hubiere acuerdo entre las partes, el fiduciario para renunciar requerirá autorización previa del Superintendente de Compañías quien en atención a las disposiciones del contrato podrá resolver la entrega física de los bienes del patrimonio autónomo al constituyente o a quien tenga derecho a ellos o al fiduciario sustituto previsto en el contrato, al que designe el beneficiario o al que el Superintendente de Compañías designe, según el caso.

Art. 132.- Remuneración del fiduciario.- La actuación de la sociedad administradora de fondos y fideicomisos será siempre remunerada y constará en el contrato de fideicomiso mercantil.

Art. 133.- Sustitución de la sociedad administradora de fondos y fideicomisos.- En caso de que el fiduciario sea sustituido por las causales previstas en el contrato o en la Ley, los bienes que conforman el

fideicomiso mercantil deberán ser entregados físicamente al sustituto en los mismos términos determinados en el contrato de constitución.

El fiduciario sustituto no es responsable de los actos de su predecesor.

El C.N.V., dictará por resolución de carácter general las normas reglamentarias relativas a la sustitución fiduciaria.

Art. 134.- Terminación del fideicomiso mercantil.- Son causas de terminación del fideicomiso mercantil o del encargo fiduciario, además de las previstas en el contrato constitutivo, las siguientes:

- a) El cumplimiento de la finalidad establecida en el contrato;
- b) El cumplimiento de las condiciones;
- c) El cumplimiento o la falla de la condición resolutoria;
- d) El cumplimiento del plazo contractual;
- e) La imposibilidad absoluta de cumplir con la finalidad establecida en el acto constitutivo;
- f) La sentencia ejecutoriada dictada por autoridad judicial competente o el laudo arbitral, de conformidad con la Ley;
- g) La resciliación del contrato de fideicomiso mercantil, siempre que no afecte los derechos del constituyente, de los constituyentes adherentes, del beneficiario, de acreedores del fideicomiso mercantil o de terceros; y,
- h) La quiebra o disolución del fiduciario, siempre que no exista sustituto.

Art. 135.- Responsabilidad tributaria.- El fideicomiso mercantil tendrá la calidad de agente de recepción o de percepción respecto de los impuestos que al fideicomiso le corresponde retener y percibir en los términos de la legislación tributaria vigente.

En el caso de encargos fiduciarios, el fiduciario hará la retención a nombre de quien otorgó el encargo.

Para todos los efectos consiguientes, la responsabilidad del fiduciario en relación con el fideicomiso que administra se registrará por las normas del Código Tributario.

El fiduciario será responsable solidario con el fideicomiso mercantil por el incumplimiento de deberes formales que como agente de retención y percepción le corresponda al fideicomiso.

Art. 136.- De la contabilización.- Quien tenga derechos contractuales derivados de un contrato de fideicomiso, como constituyente, constituyente adherente o beneficiario los deberán contabilizar en sus libros en atención a que las transferencias de bienes efectuadas en fideicomiso mercantil se hacen en beneficio del propio constituyente o del beneficiario, según el caso. Tal registro contable es de responsabilidad exclusiva de los titulares de los derechos fiduciarios, los cuales tienen carácter esencialmente personal; no siendo el fiduciario responsable por la omisión o incumplimiento de esta norma. De acuerdo a las normas contables que expida la Superintendencia de Compañías.

Art. 137.- De las interpretaciones.- Se excluye expresamente de la interpretación y efectos de los contratos de fideicomiso mercantil a las instituciones civiles referentes al fideicomiso, previstas en los libros Segundo y Tercero del Código Civil, por tener un fundamento diferente y de diversa naturaleza legal.

## Título XVI DE LA TITULARIZACIÓN

Art. 138.- De la titularización.- Es el 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.

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la presente Ley.

No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por esta Ley para los procesos de titularización.

**Art. 139.- Partes esenciales.-** Las partes esenciales que deben intervenir en un proceso de titularización son las siguientes:

Originador consiste en una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados.

Agente de Manejo será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tenga a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, las siguientes:

- a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;
- b) Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados;
- c) Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo;
- d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;
- e) Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico; y,
- f) Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.

Las funciones señaladas en los literales a), b) y c) son indelegables. La delegación de las funciones restantes deberán indicarse expresamente en el contrato de fideicomiso mercantil. El agente de manejo será siempre responsable de todas las actuaciones de terceros que desempeñen las funciones así delegadas.

En todo caso, la responsabilidad del agente de manejo alcanza únicamente a la buena administración del proceso de titularización, por lo que no responderá por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declaradas como tales en sentencia ejecutoriada, en cuyo caso responderá por dolo o hasta por culpa leve.

Patrimonio de propósito exclusivo, que siempre será el emisor, es un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Dicho patrimonio de propósito exclusivo podrá instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión o de un fideicomiso mercantil, administrado por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos.

Inversionistas, son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.

Comité de Vigilancia, estará compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo. No podrán ser elegidos como miembros del mencionado comité los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas al agente de manejo.

**Art. 140.- Mecanismos para titularizar.-** Los procesos de titularización podrán llevarse a cabo a través de los mecanismos de fondos colectivos de inversión o de fideicomisos mercantiles.

Cualquiera sea el mecanismo que se utilice para titularizar, el agente de manejo podrá fijar un punto de equilibrio financiero, cuyas características deberán constar en el Reglamento de Gestión, que de alcanzarse, determinará el inicio del proceso de titularización correspondiente.

**Art. 141.- Del patrimonio independiente o autónomo.-** Cualquiera sea el patrimonio de propósito exclusivo que se utilice para desarrollar un proceso de titularización, los activos o derechos sobre flujos transferidos por el originador integrarán un patrimonio independiente, que contará con su propio balance, distinto de los patrimonios individuales del originador, del agente de manejo o de los inversionistas.

Los activos que integren el patrimonio de propósito exclusivo no pueden ser embargados ni sujetos de ninguna medida precautelatoria o preventiva por los acreedores del originador, del agente de manejo o de



los inversionistas. Los acreedores de los inversionistas podrán perseguir los derechos y beneficios que a éstos les corresponda respecto de los valores en los que hayan invertido.

El patrimonio de propósito exclusivo respalda la respectiva emisión de valores, por lo que los inversionistas sólo podrán perseguir el reconocimiento y cumplimiento de la prestación de sus derechos en los activos del patrimonio de propósito exclusivo, mas no en los activos propios del agente de manejo.

Art. 142.- Procesos de titularización con participación del Estado o de entidades del sector público.- El Estado y las entidades del sector público podrán participar como originadores o inversionistas dentro de procesos de titularización, en cuyo caso se sujetarán al reglamento especial que para el efecto expedirá el C.N.V., además de las disposiciones contenidas en la presente Ley en lo que fuere pertinente.

Art. 143.- Activos susceptibles de titularizar.- Podrán desarrollarse procesos de titularización a partir de los activos, que existen o se espera que existan, que conlleven la expectativa de generar flujos futuros determinables, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico, respecto a los cuales su titular pueda disponer libremente. Adicionalmente, no podrá pesar sobre tales activos ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias ni deberá estar pendiente de pago, impuesto, tasa o contribución alguna.

Constituyen activos susceptibles de titularización los siguientes:

- a) Valores representativos de deuda pública;
- b) Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
- c) Cartera de crédito;
- d) Activos y proyectos inmobiliarios; y,
- e) Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.

No obstante lo anterior, la Superintendencia de Compañías, previa norma expedida por el C.N.V., podrá autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de los anteriormente señalados.

Art. 144.- De la transferencia de dominio.- La transferencia de dominio de activos desde el originador hacia el patrimonio de propósito exclusivo podrá efectuarse a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización. Cuando la transferencia recaiga sobre bienes inmuebles, se cumplirá con las solemnidades previstas en las leyes correspondientes.

A menos que el proceso de titularización se haya estructurado en fraude de terceros, lo cual deberá ser declarado por juez competente en sentencia ejecutoriada, no podrá declararse total o parcialmente, la nulidad, simulación o ineficacia de la transferencia de dominio de activos, cuando ello devenga en imposibilidad o dificultad de generar el flujo futuro proyectado y, por ende derive en perjuicio para los inversionistas, sin perjuicio de las acciones penales o civiles a que hubiere lugar.

Ni el originador, ni el agente de manejo podrán solicitar la rescisión de la transferencia de inmueble por lesión enorme.

Art. 145.- Del cumplimiento del proceso de titularización.- Los bienes titularizados se encontrarán afectos exclusivamente al cumplimiento del objeto del proceso de titularización.

Art. 146.- Del traspaso del activo y las garantías.- En la transferencia de dominio de los activos hacia el patrimonio de propósito exclusivo, importa tanto el traspaso del activo como de las garantías que le accedieren, a menos que originador y agente de manejo establezcan expresamente y por escrito lo contrario, situación que deberá ser revelada por el agente de manejo a los inversionistas.

Art. 147.- Valores que pueden emitirse.- Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización pueden ser de tres tipos:

- a) Valores de contenido crediticio: Por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, con los recursos provenientes del fideicomiso mercantil y según los términos y condiciones de los valores emitidos. Los activos que integran el patrimonio de propósito exclusivo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el

recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos;

b) Valores de participación: Por los cuales los inversionistas adquieren una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión, con lo cual participa de los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización; y,

c) Valores mixtos: Por los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización.

Un mismo patrimonio de propósito exclusivo podrá respaldar la emisión de distintos tipos de valores. Cada tipo determinado de valor podrá estar integrado por varias series. Los valores correspondientes a cada tipo o serie, de existir, deberán reconocer iguales derechos a los inversionistas, pudiendo establecer diferencias en los derechos asignados a las distintas series.

Cualquiera sea el tipo de valores emitidos, de producirse situaciones que impidan la generación proyectada del flujo futuro de fondos o de derechos de contenido económico y, una vez agotados los recursos del patrimonio de propósito exclusivo, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

El monto máximo de emisión de cualquier proceso de titularización será determinado mediante norma de carácter general por el C.N.V.

Cualquiera sea el tipo de valores emitidos, éstos podrán ser redimidos anticipadamente, en forma total por parte del agente de manejo, en los casos expresamente contemplados en el Reglamento de Gestión del respectivo proceso de titularización cuando éste prevea la posibilidad de que por circunstancias económicas o financieras se ponga en riesgo la generación proyectada del flujo futuro de fondos o de derechos de contenido económico.

Sin embargo, en caso de que el proceso de titularización arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del Agente de Manejo, declarados como tales por juez competente en sentencia ejecutoriada, los inversionistas, podrán ejercer las acciones estipuladas en las disposiciones legales pertinentes con el objeto de obtener las indemnizaciones que hubiere lugar.

En el evento de que el proceso de titularización arroje total o parcialmente utilidades y, éstas no hayan sido oportunamente pagadas a los inversionistas, los valores adquiridos constituirán títulos ejecutivos contentivos de obligaciones ejecutivas en contra del patrimonio de propósito exclusivo.

Art. 148.- De la naturaleza de los valores emitidos.- Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, pueden ser nominativos o a la orden. Los valores de contenido crediticio o valores mixtos podrán tener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable, pudiendo tales cupones ser nominativos o a la orden, según corresponda a las características de los valores a los cuales se adhieren. La negociación secundaria de estos valores se regirá por las disposiciones contenidas en el Art. 204 del Código de Comercio.

En el contrato de fiducia se deberá contemplar el procedimiento a seguir en el caso que los inversionistas no ejercieren sus derechos dentro de los seis meses posteriores a la fecha en la que haya nacido para el agente de manejo la última obligación de pagar los flujos de fondos o de transferir los derechos de contenido económico.

Los valores que se emitan como consecuencia del proceso de titularización podrán estar representados por títulos o por anotaciones en cuenta. Cuando se emitan títulos, estos podrán representar uno o más valores.

Art. 149.- De la periodicidad de la información.- El C.N.V., dictará las normas de carácter general respecto del contenido y periodicidad de la información que el agente de manejo deberá poner a disposición de la Superintendencia de Compañías y de los inversionistas.

Art. 150.- De los mecanismos de garantía.- Atendiendo las características propias de cada proceso de titularización, el agente de manejo o el originador de ser el caso, deberá constituir al menos uno de los mecanismos de garantía señalados a continuación:

Subordinación de la emisión.- Implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital.

**Sobrecolateralización.-** Consiste en que el monto de los activos fideicomitidos o entregados al fiduciario, exceda al valor de los valores emitidos en forma tal que cubra el índice de siniestralidad, a la porción excedente se imputarán los siniestros o faltantes de activos. El C.N.V., mediante norma de carácter general fijará los parámetros para la determinación del índice de siniestralidad.

**Exceso de flujo de fondos.-** Consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, a fin de que ese diferencial se lo destine a un depósito de garantía, de tal manera que de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, según corresponda, a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

**Sustitución de activos.-** Consiste en sustituir los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, a fin de incorporar al patrimonio de propósito exclusivo, en lugar de los activos que han producido dichas desviaciones o distorsiones, otros activos de iguales o mejores características. Los activos sustitutos serán provistos por el originador, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.

**Contratos de apertura de crédito.-** A través de los cuales se disponga, por cuenta del originador y a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, las cuales deberán ser atendidas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio de propósito exclusivo tomará la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito.

**Garantía o aval.-** Consiste en garantías generales o específicas constituidas por el originador o por terceros, quienes se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

**Garantía bancaria o póliza de seguro.-** Consisten en la contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y, con ello cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

**Fideicomiso de garantía.-** Consiste en la constitución de patrimonios independientes que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

**Art. 151.-** Calificación de riesgo para los valores emitidos por un proceso de titularización.- Todos los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, deberán contar al menos con una calificación emitida por una de las calificadoras de riesgo legalmente establecidas y autorizadas para tal efecto.

Quando se emita la calificación de riesgo, está deberá indicar los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla y adicionalmente deberá referirse a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. En ningún caso la calificación de riesgos considerará la solvencia del originador o del agente de manejo o de cualquier tercero.

**Art. 152.-** Del Comité de Vigilancia y del Agente Pagador.- Será atribución del Comité de Vigilancia comprobar que el agente de manejo cumpla en relación al respectivo patrimonio lo dispuesto en esta Ley, normas complementarias y su reglamento interno, pudiendo convocar a asamblea de tenedores extraordinaria cuando lo considere necesario.

Las compañías fiduciarias que actúen como agentes de manejo en procesos de titularización, designarán un agente pagador, el mismo que podrá ser la propia fiduciaria o una institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos. El agente pagador no podrá formar parte del Comité de Vigilancia.

El Comité de Vigilancia deberá informar a la asamblea de tenedores, sobre su labor y las conclusiones obtenidas. Sin perjuicio de ello, cuando en su labor detecte el incumplimiento de las normas que rigen al fideicomiso mercantil, deberá ponerlos en conocimiento de la Superintendencia de Compañías, de acuerdo a las normas que para el efecto dicte el C.N.V.

**Art. 153.-** De los procesos de titularización de cartera.- Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, el agente de manejo de valores resultantes de procesos de titularización de cartera, cumplirá con las normas especiales contenidas a continuación:

a) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyecta sean generados por la cartera a titularizar;

- b) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V., del valor de mercado de la cartera, siguiendo al efecto las normas de carácter general que determine el referido organismo;
- c) Determinar el índice de siniestralidad en la generación de flujos proyectados de la cartera a titularizar, siguiendo para el efecto, las normas de carácter general que determine el C.N.V.;
- d) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía de los previstos en esta Ley, en los porcentajes de cobertura que mediante normas de carácter general determine el C.N.V.;
- e) Contar con una certificación del representante legal del constituyente de que la cartera no se encuentra pignorada ni que sobre ella pesa gravamen alguno;
- f) Determinar el punto de equilibrio para iniciar el proceso de titularización cuyas características deberán constar en el Reglamento de Gestión; y,
- g) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

**Art. 154.- De los procesos de titularización de inmuebles.-** La titularización de inmuebles consiste en la transferencia de un activo inmobiliario con el propósito de efectuar su transformación en valores mobiliarios.

El activo inmobiliario objeto de la titularización deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias y no tener pendiente de pago los impuestos, tasas y contribuciones.

El patrimonio de propósito exclusivo así constituido puede emitir valores de participación, de contenido crediticio o mixto.

Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, la titularización de inmuebles deberá someterse a las normas especiales contenidas a continuación:

- a) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyectan sean generados por el inmueble a titularizar;
- b) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V.;
- c) Determinar el índice de desviación en la generación de los flujos proyectados siguiendo al efecto las normas de carácter general que determine el C.N.V.;
- d) Constituir al menos un mecanismo de garantía de los previstos en esta Ley, en los porcentajes de cobertura que mediante normas de carácter general determine el C.N.V.;
- e) Obtener una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el inmueble, hasta tres meses posteriores al vencimiento del plazo de los valores productos de la titularización, o al prepago de los valores, en los términos establecidos en esta Ley;
- f) Obtener una certificación del Registro de la Propiedad correspondiente, de que sobre los inmuebles objeto de titularización, no pesa ningún gravamen durante la vigencia del contrato de fiducia mercantil;
- g) Contar con dos avalúos actualizados, los cuales deberán ser efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo, de reconocida trayectoria en el ramo. Dichos avalúos deberán haber sido practicados dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del trámite de autorización de la titularización; y,
- h) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

**Art. 155.- De los procesos de titularización de proyectos inmobiliarios.-** La titularización de proyectos inmobiliarios consiste en la emisión de títulos mixtos o de participación que incorporen derechos alcuotas o porcentuales sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble, los diseños, estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para desarrollar un proyecto inmobiliario objeto de titularización.

El patrimonio de propósito exclusivo también puede constituirse con sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto.

El activo inmobiliario, sobre el cual se desarrollará el proyecto objeto de la titularización deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias y no tener pendiente de pago los impuestos, tasas y contribuciones.

El inversionista es partícipe del proyecto en su conjunto, obteniendo una rentabilidad derivada de la valoración del inmueble, de la enajenación de unidades de construcción o, en general, del beneficio obtenido en el desarrollo del proyecto.

Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, la titularización de proyectos inmobiliarios deberá someterse a las normas especiales contenidas a continuación:

- a) Emitir solamente valores de participación o valores mixtos;
- b) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyectan sean generados por el proyecto inmobiliario objeto de titularización;
- c) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V.;
- d) Determinar el índice de desviación en la generación de los flujos proyectados siguiendo al efecto las normas de carácter general que determine el C.N.V.;
- e) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía de los previstos en esta Ley;
- f) Contar con dos avalúos actualizados realizados por empresas de reconocida experiencia en la materia, del bien inmueble sobre el cual se desarrollará el proyecto inmobiliario, los cuales deberán haberse practicado dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del proceso de titularización;
- g) Obtener un certificado del Registro de la Propiedad correspondiente, en el que conste que sobre el terreno no pesa ningún gravamen;
- h) Presentar un estudio técnico económico del proyecto;
- i) Presentar un estudio de factibilidad del proyecto;
- j) Presentar la programación de la obra;
- k) Presentar el presupuesto de la obra;
- l) Obtener una certificación de los constructores que acrediten experiencia en proyectos similares;
- m) El constructor deberá constituir y mantener en favor del patrimonio autónomo garantías bancarias o pólizas de seguros de fiel cumplimiento del contrato y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos;
- n) Que la obra cuente con un fiscalizador de amplia trayectoria;
- o) Determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto cuyas características deberán constar en el Reglamento de Gestión;
- p) Obtener una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el inmueble, hasta tres meses posteriores al vencimiento del plazo de los valores productos de la titularización, o al prepago de los valores, en los términos establecidos en esta Ley; y,
- q) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

La titularización de proyectos inmobiliarios podrá efectuarse por la totalidad o por un segmento del respectivo proyecto hasta por el monto que fije el C.N.V., para el segmento correspondiente.

Art. 156.- De los procesos de titularización de flujos de fondos en general.- Cuando la titularización corresponda a flujos de fondos en general, el fiduciario cumplirá con las normas especiales contenidas a continuación:

- a) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyecta sean generados por los activos o proyectos objeto de titularización;
- b) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V.;

c) Determinar el índice de desviación de flujos;

d) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía previstos en esta Ley, de modo tal que cubra el índice de desviación de flujos en el porcentaje que determine el C.N.V., calculado de conformidad con las normas de carácter general que el referido organismo determine;

e) De ser aplicable, contar con dos avalúos practicados, sobre los activos objeto de titularización realizados por empresas de reconocida experiencia en la materia, los cuales deberán haberse realizado dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del proceso de titularización;

f) Obtener un certificado del Registro de la Propiedad correspondiente, en el que conste que sobre los activos no pesa ningún gravamen;

g) Presentar estudios económicos y técnicos sobre la generación de los flujos futuros proyectados y el estudio de factibilidad correspondiente, según las características propias de los activos o proyectos;

h) Determinar el punto de equilibrio para iniciar el proceso de titularización, cuyas características deberán constar en el Reglamento de Gestión; e,

i) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

La emisión de estos títulos con cargo a flujos en general podrá efectuarse por la totalidad o por un segmento del respectivo flujo; en este último caso, dicha emisión podrá hacerse hasta por el monto que fije el C.N.V., para el segmento correspondiente.

Art. 157.- Del prospecto de oferta pública.- El agente de manejo deberá someter a aprobación de la Superintendencia de Compañías el prospecto de oferta pública de los valores a emitirse como consecuencia de un proceso de titularización.

En el prospecto de oferta pública se hará constar información que le permita al inversionista formarse una idea cabal sobre los términos y condiciones de los valores en los cuales invertirá.

El C.N.V., determinará mediante norma de carácter general el contenido de dicho prospecto.

Art. 158.- Reglamento de gestión de cada proceso de titularización.- El reglamento de gestión de cada proceso de titularización contendrá las normas que han de regirlos, debiendo al menos contener las siguientes normas:

a) Régimen aplicable para la obtención de los recursos y/o flujos futuros;

b) Destino de los remanentes de los recursos y/o los flujos futuros, de existir;

c) Casos en los cuales procede la redención anticipada de los valores emitidos;

d) Características y forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto; y,

e) Los demás requisitos que establezca mediante norma de carácter general el C.N.V.

Art. 159.- Tratamiento Tributario aplicable a procesos de Titularización.- En los procesos de Titularización se aplicará el siguiente tratamiento tributario:

a) Las transferencias de dominio de activos, cualquiera fuere su naturaleza, realizadas con el propósito de desarrollar procesos de titularización, están exentas de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones, así como de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias de bienes.

Las transferencias de dominio de bienes inmuebles realizadas con el propósito antes enunciado, están exentas y no sujetas al pago de los impuestos de alcabalas, registro e inscripción y de los correspondientes adicionales a tales impuestos, así como del impuesto a las utilidades en la compraventa de predios urbanos y plusvalía de los mismos. Cuando no se haya alcanzado el punto de equilibrio prefijado para la colocación de valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización y, el agente de manejo proceda con la restitución del dominio de los bienes inmuebles al originador, dicha restitución gozará también de las exenciones anteriormente establecidas.

La transferencia de dominio de bienes muebles realizadas con el propósito enunciado en este artículo, están exentas y no sujetas al pago de Impuesto al Valor Agregado u otros impuestos indirectos. Igual exención se aplicará en el caso de la restitución del dominio de tales bienes muebles al originador;

b) (Reformado por el lit. d del Art. 19 de la Ley 99-24, R.O. 181-S, 30-IV-99) Los ingresos que perciba el patrimonio de propósito exclusivo están sujetos a tributación en él, de conformidad con la naturaleza propia de tales rentas y el régimen tributario ordinario aplicables a ella; y,

c) (Derogado por el lit. d del Art. 19 de la Ley 99-24, R.O. 181-S, 30-IV-99).

## Título XVII EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Art. 160.- Del alcance y características.- Obligaciones son los valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

Las obligaciones podrán estar representadas en títulos o en cuentas en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores. Tanto los títulos como los certificados de las cuentas tendrán las características de ejecutivos y su contenido se sujetará a las disposiciones que para el efecto dictará el C.N.V.

La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo. En este último caso se tratará de papeles comerciales. Se entenderá que son obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento.

Art. 161.- Requisito de calificación de riesgo.- Toda emisión de obligaciones requerirá de calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores. Durante el tiempo de vigencia de la emisión, el emisor deberá mantener la calificación actualizada de conformidad con las normas que para el efecto expida el C.N.V.

Art. 162.- De la garantía.- Toda emisión estará amparada por garantía general y además podrá contar con garantía específica. Las garantías específicas podrán asegurar el pago del capital, de los intereses parcial o totalmente, o de ambos.

Por garantía general se entiende la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine el C.N.V.

Por garantía específica se entiende aquella de carácter real o personal, que garantiza obligaciones para asegurar el pago del capital, de los intereses o de ambos.

Admítase como garantía específica, la consistente en valores o en obligaciones ejecutivas de terceros distintos del emisor o en flujo de fondos predeterminado o específico. En estos casos, los valores deberán depositarse en el depósito centralizado de compensación y liquidación; y, de consistir en flujos de fondos fideicomisar los mismos.

Si la garantía consistiere en prenda, hipoteca, la entrega de la cosa empeñada, en su caso, se hará a favor del representante de obligacionistas o de quien éstos designen. La constitución de la prenda se hará de acuerdo a las disposiciones del Código de Comercio.

El C.N.V. regulará los montos máximos de emisión de obligaciones en relación con el tipo de garantías y determinará qué otro tipo de garantías pueden ser aceptadas.

Art. 163.- De la disposición, sustitución o cancelación de garantías.- Sin perjuicio de lo que estipule respecto de la cancelación o sustitución de las garantías que se hayan establecido en la escritura pública de emisión, la emisora podrá previa autorización del representante de los obligacionistas, disponer de las garantías otorgadas, en proporción a la redención que fuere haciendo de las obligaciones emitidas, igualmente podrá sustituir o cambiar las garantías constituidas, las mismas que constarán en escritura pública, con la aceptación del representante de los obligacionistas y de la Superintendencia de Compañías.

La disposición parcial, la sustitución de garantías deberán inscribirse en el Registro del Mercado de Valores y en los demás registros públicos.

Demostrado ante la Superintendencia de Compañías el pago de la totalidad de obligaciones de una emisión, aquella autorizará el levantamiento de la garantía real que la respalde, si la hubiere.

Las citaciones y modificaciones relacionadas a disposición, sustitución o cancelación de garantías que deban practicarse respecto de los acreedores hipotecarios o prendarios, se entenderán cumplidas al ponerse en conocimiento del representante de los obligacionistas.

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

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

a) Nombre y domicilio del emisor, fecha de la escritura de constitución de la compañía emisora y fecha de inscripción en el Registro Mercantil donde se inscribió;

b) Términos y condiciones de la emisión, monto, unidad monetaria en que ésta se exprese, rendimiento, plazo, garantías, sistemas de amortización, sistemas de sorteos y rescates, lugar y fecha de pago, series de los títulos, destino detallado y descriptivo de los fondos a captar;

c) Indicación de la garantía específica de la obligación y su constitución, si la hubiere;

d) En caso de estar representada en títulos, la indicación de ser a la orden o al portador;

e) Procedimientos de rescates anticipados, los que sólo podrán efectuarse por sorteos u otros mecanismos que garanticen un tratamiento equitativo para todos los tenedores de obligaciones;

f) Limitaciones del endeudamiento a que se sujetará la compañía emisora;

g) Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones a que se sujetará el emisor mientras esté vigente la emisión, en defensa de los intereses de los tenedores de obligaciones, particularmente respecto a las informaciones que deben proporcionarles en este período; al establecimiento de otros resguardos en favor de los obligacionistas; al mantenimiento, sustitución o renovación de activos o garantías; facultades de fiscalización otorgadas a estos acreedores y a sus representantes;

h) Objeto de la emisión de obligaciones;

i) Procedimiento de elección, reemplazo, remoción, derechos, deberes y, responsabilidades de los representantes de los tenedores de obligaciones y normas relativas al funcionamiento de las asambleas de los obligacionistas;

j) Indicación del representante de obligacionistas y determinación de su remuneración;

k) Indicación del agente pagador y del lugar de pago de la obligación y, determinación de su remuneración;

l) El trámite de solución de controversias que, en caso de ser judicial será en la vía verbal sumaria. Si, por el contrario, se ha estipulado la solución arbitral, deberá constar la correspondiente cláusula compromisoria conforme a la Ley de Arbitraje y Mediación; y,

m) Contrato de underwriting, si lo hubiere.

Como documentos habilitantes de la escritura de emisión se incluirán todos aquellos que determine el C.N.V.

La Superintendencia de Compañías y la Superintendencia de Bancos aprobarán la emisión de obligaciones de las entidades sujetas a su respectivo control. Será atribución exclusiva de la Superintendencia de Compañías la aprobación del contenido del prospecto de oferta pública de la emisión de obligaciones, incluso cuando dicha emisión hubiere sido aprobada por la Superintendencia de Bancos.

Las sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el país, incluyendo a las instituciones financieras podrán emitir obligaciones, bajo las siguientes condiciones:

1. Estas emisiones de obligaciones podrán estar amparadas únicamente con garantía específica para asegurar el pago del capital e intereses;

2. El plazo de redención de la emisión no debe exceder al de domiciliación de la sucursal emisora;



3. La información que debe difundirse en el prospecto para la oferta pública debe incluir además de aquella solicitada a las compañías nacionales en lo que fuera aplicable, aquella que tenga relación con la casa matriz y su apoderado en el Ecuador;

4. El apoderado de la sucursal deberá estar domiciliado en el Ecuador, con la finalidad de atender cualquier requerimiento o notificación que deba ser dirigido a la matriz;

5. El apoderado debe responder solidariamente por el incumplimiento de lo dispuesto en las disposiciones de esta Ley y sus normas complementarias; y,

6. Las demás condiciones que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

La emisión de obligaciones, podrá dividirse en varias partes denominadas "clases", las que podrán ser colocadas individualmente o en su totalidad. Cada clase podrá estar dividida en series y otorgar diferentes derechos. No podrán establecerse distintos derechos dentro de una misma clase.

Art. 165.- Del convenio de representación.- La emisora, como parte de las características de la emisión, deberá celebrar con una persona jurídica, especializada en tal objeto, un convenio de representación a fin de que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponda a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total, dicho representante quedará sujeto a la supervisión y control de Superintendencia de Compañías, en cuanto a su calidad de representante.

El representante legal de la persona jurídica que sea representante de los obligacionistas deberá asumir responsabilidad solidaria con ésta.

El representante de obligacionistas no podrá mantener ningún tipo de vínculo con la emisora, el asesor, agente pagador, garante, ni compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor. Actuará por el bien y defensa de los obligacionistas, respondiendo hasta por culpa leve, para lo cual podrá imponer condiciones al emisor, solicitar la conformación de un fondo de amortización, demandar a la emisora, solicitar a los jueces competentes la subasta de la propiedad prendada u otros actos contemplados en la Ley.

Este representante contará con todas las facultades y deberes que le otorga esta Ley y sus normas, con las otorgadas e impuestas en el contrato de emisión o por la asamblea de obligacionistas.

Las relaciones entre los obligacionistas y su representante se regirán por las normas de esta Ley y por las que expida el C. N. V., procurando su especialización en la materia. Los honorarios de este representante correrán a cargo de la emisora.

Art. 166.- De la información que debe requerir el representante de obligacionistas.- El representante de los obligacionistas podrá solicitar del emisor los informes que sean necesarios para una adecuada protección de los intereses de sus representados.

Por otra parte, el emisor estará obligado a entregar a dicha representante la información pública que proporciona a la Superintendencia de Compañías, en la misma forma y periodicidad. También la compañía emisora deberá informarle de toda situación que implique el incumplimiento de las condiciones del contrato de emisión, tan pronto como ello ocurra.

Art. 167.- De las obligaciones del representante de obligacionistas.- Serán obligaciones especiales de los representantes de los obligacionistas las siguientes:

a) Verificar el cumplimiento por parte del emisor, de las cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el contrato de emisión;

b) Informar respecto del cumplimiento de cláusulas y obligaciones por parte del emisor a los obligacionistas y a la Superintendencia de Compañías, con la periodicidad que ésta señale;

c) Verificar periódicamente el uso de los fondos declarados por el emisor, en la forma y conforme a lo establecido en el contrato de emisión;

d) Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas, de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajustes de las obligaciones sorteadas o vencidas, pudiendo actuar como agente pagador en caso de haberlo convenido con la compañía emisora;

e) Acordar con el emisor las reformas específicas al contrato de emisión que hubiera autorizado la junta de obligacionistas;

- f) Elaborar el informe de gestión para ponerlo a consideración de la asamblea de obligacionistas; y,
- g) Ejercer las demás funciones y atribuciones que establezca el contrato de emisión.

**Art. 168.- De las asambleas de obligacionistas y su constitución.-** La asamblea de obligacionistas está constituida por los tenedores de cada emisión de obligaciones.

Corresponde a la asambleas de obligacionistas:

- a) Aprobar el informe de gestión del representante de los obligacionistas, sobre el cumplimiento de sus obligaciones;
- b) Designar nuevo representante de los obligacionistas, si lo estimare conveniente;
- c) Confirmar al representante de los obligacionistas designado por el emisor en la escritura del contrato de emisión, si lo estimare conveniente; y,
- d) Autorizar modificaciones al contrato de emisión propuestas por el emisor, con los dos tercios de los votos pertenecientes a los instrumentos de la emisión correspondiente y, que no fueran de aquellas en que el representante de obligacionistas tiene facultades propias.

Se requerirá de la resolución unánime de los obligacionistas de la clase y emisión correspondiente, para efectuar modificaciones que afecten las tasas de interés o su forma de reajuste, el plazo y forma de amortización de capital, el plazo y forma de pago de intereses, modificación de garantías o modalidad de pago, contempladas en el contrato original.

Los acuerdos legalmente adoptados serán de aceptación obligatoria para todos los obligacionistas de esa emisión o clase.

**Art. 169.- De las convocatorias a asamblea de obligacionistas.-** Se podrá convocar a las asambleas de los obligacionistas, en los siguientes casos:

- a) Cuando así lo justifique el interés de los tenedores a juicio del representante;
- b) Cuando así lo solicite el emisor;
- c) Cuando lo soliciten obligacionistas que reúnan, a lo menos, el veinte por ciento del valor nominal de las obligaciones en circulación de la respectiva clase o emisión; y,
- d) Cuando lo requiera la Superintendencia de Compañías, con respecto a los emisores sometidos a su control, sin perjuicio de convocarla directamente en cualquier tiempo.

En cualquiera de los casos indicados en el inciso anterior, si el representante no hubiere efectuado la convocatoria, el Superintendente de Compañías citará a la asamblea a petición escrita del emisor o de los obligacionistas.

**Art. 170.- De la constitución de las asambleas de obligacionistas.-** La convocatoria a asamblea de obligacionistas se hará mediante un aviso publicado con ocho días de anticipación en uno de los diarios de mayor circulación en el domicilio principal de la sociedad emisora, informando a los tenedores de obligaciones el lugar, fecha, hora y el orden del día de la asamblea. Para el cómputo de este plazo no se contará el día de la publicación ni el de la celebración de la asamblea.

La asamblea podrá deliberar válidamente, en primera convocatoria, con la presencia de obligacionistas que representen al menos el cincuenta por ciento de las obligaciones en circulación y en este caso sus decisiones se tomarán por mayoría simple, calculada en base a las obligaciones en circulación, constitutivas del quórum.

Si no hubiere quórum en la primera convocatoria, se deberá realizar una nueva convocatoria, siguiendo las mismas formalidades de la primera. En segunda convocatoria, la asamblea se instalará con los obligacionistas presentes y las decisiones se tomarán con el voto favorable de las dos terceras partes de las obligaciones en circulación constitutivas del quórum.

En todo caso, para que la comunidad de obligacionistas pueda, en primera como en segunda convocatoria, resolver la sustitución de su representante, requerirá del voto favorable de los titulares de más del cincuenta por ciento de las obligaciones en circulación.

Podrán participar en las asambleas quienes acrediten su calidad de obligacionistas, pudiendo concurrir personalmente o mediante mandatario debidamente facultado mediante carta poder o poder otorgado ante notario.

Los acuerdos y deliberaciones de la asamblea deberán constar en un libro de actas especial que llevará el representante de los obligacionistas.

Art. 171.- De las obligaciones convertibles.- Las compañías anónimas, podrán emitir obligaciones convertibles en acciones, que darán derecho a su titular o tenedor para exigir alternativamente o que el emisor le pague el valor de dichas obligaciones, conforme a las disposiciones generales, o las convierta en acciones de acuerdo a las condiciones estipuladas en la escritura pública de emisión. La conversión puede efectuarse en época o fechas determinadas o en cualquier tiempo a partir de la suscripción, o desde cierta fecha o plazo.

La resolución sobre la emisión de obligaciones convertibles implica simultáneamente la resolución de aumentar el capital de la compañía emisora por lo menos hasta el monto necesario para atender las posibles conversiones. Los accionistas tendrán derecho de preferencia de conformidad con la Ley de Compañías, para adquirir las obligaciones convertibles que se emitan. En caso de no ejercerlo, no se podrá reclamar derecho alguno sobre las acciones que se emitan para atender el derecho de conversión.

Para segundas y ulteriores emisiones de obligaciones convertibles en acciones se respetará el derecho de preferencia de los accionistas y el derecho de los tenedores de obligaciones convertibles pertenecientes a emisiones anteriores, en la proporción que les corresponda.

Art. 172.- De la conversión.- El obligacionista que ejerza la opción de conversión será considerado accionista desde que comunique por escrito su decisión a la sociedad. La sociedad deberá, de inmediato, disminuir su respectivo pasivo y aumentar su capital suscrito y pagado, asegurando el registro del obligacionista en el libro de acciones y accionistas, conforme a la Ley de Compañías.

Periódicamente el representante legal de la emisora comunicará a la Superintendencia de Compañías los montos convertidos, de conformidad a las normas que expida el C.N.V.

Art. 173.- Del factor de conversión.- El número de acciones que se otorgue por cada obligación de una misma clase, denominado factor de conversión, deberá constar en la escritura de la emisión y, únicamente podrá ser modificado por aceptación unánime de los obligacionistas de la clase afectada y del emisor.

Art. 174.- De las obligaciones de corto plazo o papel comercial.- Las compañías emisoras inscritas en el Registro del Mercado de Valores podrán emitir obligaciones de corto plazo con garantía general, también denominado papel comercial con plazo inferior a trescientos sesenta días. La inscripción deberá efectuarse con sujeción a las disposiciones de esta Ley y a las que establezca el C.N.V., mediante normas de aplicación general.

Para efectuar esta oferta pública se requerirá solamente de una circular de oferta pública que contendrá información legal, económica y financiera actualizada del emisor; monto de la emisión, modalidades y características de la misma; lugar y fecha de pago del capital y sus intereses; menciones que deberán tener los títulos a emitir; obligaciones adicionales de información y restricciones a las que se someterá el emisor, establecidas en el contrato de emisión; y, derechos, deberes y responsabilidades de los tenedores de papel comercial. El C.N.V., mediante norma de carácter general determinará las relaciones entre el monto de emisión y la garantía.

La oferta pública de este tipo de obligaciones no requerirá de escritura pública. El representante legal de la empresa emisora deberá incluir en la circular una certificación juramentada de la veracidad de la información divulgada en la circular.

Para la colocación de estos valores se deberá contar con una calificación de riesgo, realizada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores.

Art. 175.- Del reembolso.- La emisora deberá cubrir el importe de las obligaciones en el plazo, lugar y condiciones que consten en la escritura de emisión.

Demostrado ante la Superintendencia de Compañías el pago de la totalidad de obligaciones de una emisión, aquella autorizará el levantamiento de la garantía real que las respalde, si la hubiere.

## Título XVIII DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO

**Art. 176.- Del objeto y constitución.-** Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores. Estas sociedades podrán efectuar, además, las actividades complementarias con su objeto principal.

Las sociedades calificadoras se constituirán con un capital pagado no inferior al equivalente a quince mil UVC. Estas sociedades deberán cumplir los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia, exigencia y controles que determine el C.N.V., de acuerdo a su objeto social, tomando en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del país. El incumplimiento de estas disposiciones reglamentarias será comunicado por las calificadoras de riesgo a la Superintendencia de Compañías, dentro del término de cinco días de ocurrido el hecho y, deberá ser subsanado en el plazo y la forma que determine dicho organismo de control.

Dichas sociedades deberán incluir en su nombre, la expresión "Calificadora de Riesgos", la que será de uso exclusivo para todas aquellas entidades que puedan desempeñarse como tales según lo establece esta Ley.

**Art. 177.- De las facultades de las calificadoras de riesgo.-** Las calificadoras de riesgo tendrán las siguientes facultades:

1. Realizar la calificación de riesgo de los emisores y valores que estén autorizadas a efectuar de acuerdo a lo dispuesto en esta Ley y a las normas de carácter general que para el efecto expida el C.N.V.;
2. Explotar su tecnología; y,
3. Las demás actividades que autorice el C.N.V., en consideración del desarrollo del mercado de valores.

**Art. 178.- De las prohibiciones de las calificadoras de riesgo.-** Las calificadoras de riesgo tendrán las siguientes prohibiciones:

1. Dar asesoría para realizar una determinada emisión de acciones o cualquier tipo de valor;
2. Ser socio o accionista de las entidades reguladas por esta Ley;
3. Participar a cualquier título en la estructuración financiera, adquisición, fusiones y escisiones de compañías; y,
4. Realizar las actividades expresamente asignadas a los otros entes que regula la presente Ley o la Ley de Instituciones del Sistema Financiero.

**Art. 179.- De la independencia de otras entidades del mercado.-** Las instituciones del sistema financiero así como las reguladas por esta Ley o sus empresas vinculadas, no podrán tener directa ni indirectamente acciones ni participaciones sociales en el capital de estas sociedades.

**Art. 180.- Del comité de calificación.-** El C.N.V., dictará las normas de carácter general que establezcan la constitución y funcionamiento del comité de calificación de las entidades calificadoras y los requisitos de idoneidad y capacidad, obligaciones a que deberán sujetarse los socios, administradores, miembros del comité de calificación y las demás personas a quienes se les encomiende la dirección de una calificación de riesgo, manteniendo en todo momento independencia frente a los sujetos de calificación. El comité de calificación estará constituido por al menos tres miembros titulares y tres suplentes; pero siempre deberá ser número impar.

La sociedad calificadora deberá comunicar a la Superintendencia de Compañías con la anticipación de dos días hábiles, a la fecha de realización de la sesión de calificación de un emisor o de un valor, a fin de que se designe un delegado para que asista a la misma, sin que su presencia implique que la Superintendencia de Compañías tenga corresponsabilidad en esta calificación.

**Art. 181.- Del mantenimiento de la calificación y de la información.-** Las calificadoras deberán revisar, con la periodicidad que determine C.N.V., las calificaciones que efectúen, de acuerdo con la información que les proporcionen el emisor, las instituciones reguladas por esta Ley o las instituciones financieras, en forma voluntaria o que se encuentre a disposición del público.

Sin embargo, cuando las circunstancias lo ameriten, podrán realizar calificación en cualquier momento.

No obstante lo anterior, la calificadora que hubiere sido contratada por el emisor o designada por la Superintendencia de Compañías podrá requerir del emisor la información que, no estando a disposición

del público, sea indispensable para realizar el análisis. Los requerimientos de información a los organismos de control, se lo hará siguiendo las disposiciones legales pertinentes.

El emisor que estimare excesiva la solicitud de mayor información o la calificadora que no hubiere recibido la información solicitada, podrá recurrir a la Superintendencia de Compañías quien resolverá el caso previa audiencia con la entidad calificadora y el emisor de valores.

Toda información que reciban las calificadoras, excepto aquella que se considere como información pública, deberá mantenerse como reservada y confidencial. La obtención de la información por parte de las calificadoras o su entrega a éstas no se considerará falta al sigilo bancario o bursátil.

La calificación deberá mantenerse periódicamente actualizada hasta la redención del título o mientras éstos puedan ser objeto de oferta pública.

En caso de que la Superintendencia de Compañías dudare de la veracidad o calidad de una calificación podrá designar un calificador de riesgo distinto, a fin de que efectúe la calificación de los valores en forma adicional. El costo de dicha calificación estará a cargo del emisor.

Art. 182.- De la difusión de las calificaciones.- Las entidades calificadoras deberán hacer públicas sus calificaciones en la forma y periodicidad que determine el C.N.V.

Art. 183.- De la inscripción, suspensión y cancelación del Registro.- Las sociedades calificadoras deberán inscribirse en el Registro del Mercado de Valores, para lo cual deberán cumplir los requisitos señalados en esta Ley y en las normas de aplicación general que establezca el C.N.V.

Las sociedades calificadoras y sus comités de calificación quedarán sometidos a la supervisión y control de la Superintendencia de Compañías, pudiendo en cualquier momento requerirles información o antecedentes relacionados con la actividad que desarrollan y los métodos utilizados para la calificación.

La Superintendencia podrá aceptar, suspender o cancelar la inscripción de las compañías calificadoras de riesgo en razón de la idoneidad y cumplimiento de sus funciones. En casos de suspensión o cancelación de la inscripción en el Registro, la Superintendencia dictará una resolución fundamentada.

Art. 184.- De la disolución y liquidación.- En el proceso de disolución y liquidación de la calificadora de riesgo se aplicarán las disposiciones de la Ley de Compañías.

## Título XIX DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO

Art. 185.- Del concepto.- Se entenderá por calificación de riesgo, la actividad que realicen entidades especializadas, denominadas calificadoras de riesgo, mediante la cual den a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública.

Art. 186.- De los sujetos y valores objeto de la calificación.- Son sujetos de calificación de riesgo todos los valores materia de colocación o negociación en el mercado; excepto aquellos emitidos, avalados, aceptados o garantizados por el Banco Central del Ecuador, el Ministerio de Finanzas, así como las acciones de sociedades anónimas y demás valores patrimoniales.

La calificación de acciones u otros valores patrimoniales de un emisor, será voluntaria por lo que podrá efectuarse oferta pública sin contar con la respectiva calificación de riesgo. Sin embargo, el C.N.V., podrá ordenar la calificación de dichos valores, con causa fundamentada. En los casos de no efectuarse la calificación de riesgo, toda oferta, prospecto, publicidad y títulos deberán contener la expresa mención: "sin calificación de riesgo".

Los fondos de inversión administrados no requieren calificación de riesgo, sin embargo, queda a potestad de las administradoras de fondos contratar la calificación de riesgo para los fondos que administre.

Para el caso de valores de giro ordinario del negocio, emitidos, avalados, aceptados o garantizados por instituciones del sistema financiero y de papel comercial, deberá calificarse al emisor en base a su posicionamiento de corto y largo plazo, sin perjuicio de los requisitos adicionales que determine el C.N.V.

Los valores derivados de una titularización deberán contar con calificación de riesgo, tomando en cuenta las normas establecidas en esta Ley y las normas de carácter general que determine el C.N.V.

Nota:

El Art. 16 lit. d) del Estatuto del Régimen Jurídico y Administrativo de la Función Ejecutiva cambió la denominación del Ministerio de Finanzas y Crédito Público por la de Ministerio de Economía y Finanzas.

Art. 187.- De la calificación de riesgo.- La Superintendencia de Compañías podrá designar un calificador de riesgo distinto a fin de que efectúe la calificación de los valores en forma adicional. El costo de dicha calificación estará a cargo del emisor.

Los ingresos obtenidos por calificación de riesgo que provengan de un mismo cliente o sus empresas vinculadas no podrán exceder al veinticinco por ciento de los ingresos anuales de la sociedad calificadora.

Los valores sujetos a calificación de riesgo, así como aquellos que por decisión voluntaria sean objeto de calificación, deberán previamente a su negociación, publicar dicha calificación por una sola vez en un diario de amplia circulación, de acuerdo a norma general expedida por el C.N.V.

La Superintendencia de Compañías podrá cancelar la inscripción de la compañía calificadora de riesgo del Registro del Mercado de Valores si llegare a la conclusión, previa inspección, de que dicha sociedad no ha efectuado la calificación conforme a las disposiciones de esta Ley, sus normas complementarias y el procedimiento de calificación autorizado, sin perjuicio de que terceros sigan las acciones judiciales a que hubiere lugar.

Art. 188.- De los criterios de calificación.- El C.N.V., mediante resolución general, determinará los sistemas, procedimientos, categorías de calificación y periodicidad de la misma, considerada su naturaleza de valores de renta fija o variable y en atención a las siguientes normas generales:

a) Los valores representativos de deuda se calificarán en consideración a la solvencia y capacidad de pago del emisor, a su posición de corto y largo plazo, a las garantías que presentare, a la probabilidad de no pago del capital e intereses, a las características del instrumento, a la información disponible para su calificación y, otros factores que pueda determinar el C.N.V.;

b) Cuando se califiquen acciones de sociedades, se lo hará en atención a la solvencia del emisor, las características de las acciones, la información del emisor y sus valores y a otros factores que determine el C.N.V.;

c) Las cuotas de los fondos de inversión colectivos se calificarán en base a la solvencia técnica de la sociedad administradora, la política de inversión del fondo, la calificación de riesgo de sus inversiones, la pérdida esperada por el no pago de créditos que mantenga el fondo y otros factores que determine el C.N.V.; y,

d) La calificación de los valores producto de un proceso de titularización, deberá indicar los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla y adicionalmente deberá referirse a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. En ningún caso la calificación de riesgo considerará la solvencia del originador o del agente de manejo o de cualquier tercero.

Las calificadoras deberán inscribir en el Registro del Mercado de Valores, sus sistemas, procedimientos y categorías de calificación en forma previa a su aplicación y conforme a los requisitos que establezca el C.N.V., mediante normas de carácter general.

Art. 189.- De la inscripción, suspensión y cancelación del registro.- Cuando se trate de valores de oferta pública los emisores únicamente podrán suspender el proceso de revisión de la calificación, cuando retiren de circulación sus valores, o cuando la inscripción de éstos haya sido cancelada en el Registro del Mercado de Valores, previa notificación a la Superintendencia de Compañías, a las bolsas de valores y demás asociaciones de autorregulación.

El C.N.V., establecerá, mediante normas de aplicación general, la forma y plazos para dicha suspensión.

Art. 190.- De las inhabilidades para la calificación.- Los miembros del Comité de Calificación, administradores, gerentes y encargados de la calificación de riesgos deberán estar libres de los impedimentos establecidos en el artículo 7 de esta Ley, en lo que les fuere aplicable. No serán hábiles para efectuar una calificación de riesgo determinada:

a) Los empleados y funcionarios del Banco Central del Ecuador, de las Superintendencias de Bancos y de Compañías, los miembros de Junta Monetaria, Bancaria, C.N.V. y, de cualquier otra entidad de control. Tampoco podrán conformar el comité de calificación los directores y administradores de las bolsas de valores, los socios o administradores de otras calificadoras de riesgo así como los miembros de sus comités de calificación, los socios, administradores y operadores de las casas de valores, de las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, de instituciones del sistema financiero o de cualquier otra entidad que por Ley tenga objeto exclusivo;

b) Las personas relacionadas al emisor conforme a lo establecido en el título relativo a empresas vinculadas y demás normas de carácter general que al respecto expida el C.N.V.;

c) Quienes sean empleados, presten servicios o tengan vínculos de subordinación o dependencia con el emisor, subsidiarias o sus empresas vinculadas;

d) Las personas naturales que posean valores emitidos por el emisor, su matriz o subsidiaria en forma directa o en conjunto con otras personas por montos superiores a cinco mil UVC;

e) Las personas jurídicas que por sí mismas o en conjunto con otras, posean valores emitidos por el emisor o sus empresas vinculadas más del cinco por ciento del activo circulante del emisor o más de cuarenta mil UVC. Esta inhabilidad se extenderá a aquellas personas que tengan compromisos u opciones de compra o venta sobre dichos valores;

f) Quienes tengan o hayan tenido durante los últimos seis meses una relación profesional o de negocios significativa con el emisor, sus subsidiarias o entidades de sus empresas vinculadas, dicha relación será calificada por el C.N.V., mediante resolución de carácter general;

g) Los cónyuges de los administradores y comisarios de la entidad calificada y quienes estén con respecto a los administradores y directores de las instituciones reguladas por esta Ley, así como los emisores de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, dentro del cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad; y,

h) Aquellas personas que el C.N.V. determine por normas de carácter general en atención a los vínculos que tengan con el emisor que pudieran comprometer significativamente su capacidad para expresar opiniones independientes sobre el riesgo de los valores o de la información de la emisora.

Cuando un miembro del Comité de Calificación de Riesgo tuviera alguna de las inhabilidades establecidas en los literales anteriores, no podrá participar en dicho proceso de calificación.

**Nota:**

De acuerdo a la disposición general de la Ley 98-12 (R.O. 20-S, 7-IX-98) en toda norma que se haga mención a la Junta Monetaria, así como a sus miembros y su Presidente, deberá entenderse Directorio del Banco Central, miembros y Presidente del Directorio del Banco Central respectivamente.

## Título XX DE LAS EMPRESAS VINCULADAS

**Art. 191.- Concepto.-** Para efectos de esta Ley se considera empresas vinculadas al conjunto de entidades que, aunque jurídicamente independientes, presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración, responsabilidad crediticia o resultados que hacen presumir que la actuación económica y financiera de estas empresas está guiada por los intereses comunes, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o respecto de los valores que emitan.

El C.N.V., mediante norma de carácter general determinará los criterios de vinculación por propiedad, gestión o presunción.

El C.N.V., fijará la forma, contenido y periodicidad de la información que deberán remitir las empresas vinculadas a fin de difundirla al mercado.

**Art. 192.- Del control y acuerdo de actuación conjunta.-** Se entiende que tienen el control de una sociedad, las personas que por sí o en unión con otras, con las que existe acuerdo de actuación conjunta, tienen el poder de influir en forma determinante en las decisiones de ella; o que son capaces de asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y pueden elegir a la mayoría de los directores o administradores.

Se considera que hay acuerdo de actuación conjunta, cuando entre dos o más personas existe una convención, expresa o tácita, para participar con similar interés en la gestión de la sociedad o para controlarla.

La Superintendencia de Compañías determinará si entre dos o más personas existe acuerdo en actuación conjunta en consideración a las relaciones de representación, de parentesco, de participación simultánea en otras sociedades y la frecuencia de su votación coincidente en la elección de directores o designación de administradores y en los acuerdos de juntas de accionistas.

Art. 193.- De las sociedades matriz, afiliada y subsidiaria.- Sin perjuicio de las normas que sobre esta materia dicte el C.N.V., se entenderá por:

Sociedad matriz como aquella persona jurídica que hace las veces de cabeza de grupo de sus empresas.

Sociedad subsidiaria como aquella que posee personería jurídica propia y en la cual otra sociedad, que será su matriz, tenga una participación directa o indirecta, superior al cincuenta por ciento del capital de la compañía receptora de la inversión.

Sociedad afiliada como aquella persona jurídica que posee en otra, denominada subsidiaria, directa o indirectamente entre el veinte y el cincuenta por ciento del capital de aquella, sin controlarla. También se denomina sociedad afiliada aquella que ejerce en la subsidiaria una influencia en su gestión, por la presencia de accionistas, directores, administradores, funcionarios o empleados comunes.

## Título XXI DE LA AUDITORÍA EXTERNA

Art. 194.- Del concepto.- Se entenderá por auditoría externa la actividad que realicen personas jurídicas, que, especializadas en esta área, den a conocer su opinión sobre la razonabilidad de los estados financieros para representar la situación financiera y los resultados de las operaciones de la entidad auditada. También estas entidades podrán expresar sus recomendaciones respecto de los procedimientos contables y del sistema de control interno que mantiene el sujeto auditado.

Las instituciones reguladas por esta Ley, así como los emisores de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores estarán obligados a llevar auditoría externa.

Dicha auditoría deberá efectuarse por lo menos anualmente de acuerdo con las normas que para el efecto dicte el C.N.V.

Para el control de las operaciones, que realicen las entidades públicas, en aplicación de esta ley, podrán contratarse firmas auditoras externas, previa autorización de la Contraloría General del Estado, cuando las entidades estén sometidas a su control. Para tal efecto se aplicarán las disposiciones previstas en esta Ley, en lo que no se opongan a las leyes de control pertinentes.

Art. 195.- De la inscripción, suspensión y cancelación del Registro.- Las personas jurídicas que realicen auditorías externas en entidades reguladas por esta Ley deberán estar inscritas en el Registro del Mercado de Valores. La inscripción en el Registro requerirá el cumplimiento de los requisitos y obligaciones señalados en las normas de carácter general que establezca el C.N.V.

La Superintendencia de Compañías podrá, a través de los funcionarios especializados en auditoría, revisar los papeles de trabajo y, recibir de parte de la auditoría externa la información y el sustento técnico de descargo de los asuntos que resultaren de la revisión. Posteriormente impartirá normas respecto al contenido de sus dictámenes; y, en el evento comprobado de que existan deficiencias en el proceso de auditoría podrá imponer las siguientes sanciones:

- a) Amonestación escrita por parte de la Superintendencia de Compañías, en caso de falta de cumplimiento adecuado de sus funciones;
- b) Suspensión temporal en el ejercicio de sus funciones; por falta de idoneidad técnica, o incumplimiento de las normas legales y reglamentarias pertinentes; y,
- c) Descalificación, cuando la Superintendencia de Compañías comprobare que la auditora externa procedió en contra de las normas de auditoría generalmente aceptadas y de las normas y principios de contabilidad emitidos por la Superintendencia, coadyuve a la presentación de datos o estados financieros no acordes con las disposiciones legales y reglamentarias vigentes.

En el evento de cumplirse lo prescrito en los literales b) y c), la Superintendencia de Compañías dispondrá que la entidad auditada cambie de firma auditora, aún antes de la expiración del respectivo contrato y en cuyo caso la Superintendencia dictará una resolución fundamentada.

La resolución de suspensión o descalificación podrá ser apelada por la auditora externa ante el CNV.

Art. 196.- Independencia y diversificación de ingresos.- Las sociedades de auditoría externa deben ser independientes de las entidades auditadas, por lo que no podrán poseer, directa o indirectamente, más del cinco por ciento del capital suscrito de éstas. Los ingresos obtenidos por auditoría externa que provengan de un mismo cliente o empresas vinculadas al que pertenezca éste, no podrán exceder del



veinte por ciento de los ingresos anuales de la firma auditora, desde el segundo año de inscrita en el Registro del Mercado de Valores.

Art. 197.- De las inhabilidades para la auditoría.- Las sociedades de auditoría externa, sus administradores, socios o personas a quienes la sociedad encomiende la dirección de una determinada auditoría y los que firmen los informes y dictámenes correspondientes, deberán estar libres de las inhabilidades establecidas en el artículo siete de esta Ley, en lo que les fuere aplicable.

Sin perjuicio de lo anterior no serán hábiles para efectuar una auditoría externa determinada:

a) (Reformado por la Disposición General de la Ley 98-12, R.O. 20-S, 7-IX-98).- Los miembros del Directorio del Banco Central del Ecuador, Junta Bancaria y C.N.V.; los empleados y funcionarios del Banco Central del Ecuador, de las Superintendencias de Compañías y de Bancos y, de cualquier otra entidad supervisora del mercado de capitales. Tampoco lo serán los miembros de las bolsas de valores y los socios, administradores u operadores de las casas de valores o de bancos o sociedades financieras o de cualquier otra entidad que por Ley tenga objeto exclusivo;

b) Las empresas vinculadas al emisor conforme a lo establecido en esta Ley;

c) Quienes presten servicios o tengan vínculos de subordinación o dependencia con la entidad auditada, sus subsidiarias o las entidades o empresas vinculadas;

d) Las personas naturales que posean valores emitidos por la entidad auditada, el conjunto de sus empresas vinculadas, en forma directa o en el conjunto con otras, por montos superiores a cuatro mil UVC. Esta inhabilidad se extenderá a aquellas personas que tengan compromisos u opciones de compra o venta sobre dichos valores;

e) Las personas jurídicas que posean valores emitidos por la entidad auditada, el conjunto de sus empresas vinculadas, por sí mismas o en conjunto con otras, por más del cinco por ciento del activo corriente del emisor o más de quince mil UVC, la que fuere mayor. Esta inhabilidad se extenderá a aquellas personas que tengan compromisos u opciones de compra o venta sobre dichos valores;

f) Quienes tengan o hayan tenido durante el último año, una significativa relación de negocios con la entidad auditada, sus subsidiarias o entidades de sus empresas vinculadas, excepto por las que hayan ejercido auditoría externa, servicios de consultoría y otros servicios profesionales;

g) Los cónyuges de los administradores y comisarios de la entidad auditada y quienes estén con respecto a los administradores y directores de las instituciones reguladas por esta Ley, así como los emisores de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, dentro del cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad; y,

h) Aquellas personas que el C.N.V., determine por normas de carácter general, en atención a los vínculos que tengan con la entidad auditada y que pudieran comprometer su capacidad para expresar opiniones independientes sobre su trabajo de auditoría externa.

Ninguna firma auditora podrá realizar sus actividades profesionales en una compañía regulada por esta Ley por más de cinco períodos consecutivos con el mismo socio o accionista responsable de la auditoría, razón por la cual cumplido el plazo señalado la firma auditora externa deberá rotar al socio o accionista responsable de la auditoría en dicha compañía.

Art. 198.- Responsabilidad de los auditores.- Las sociedades auditoras externas y el personal a su cargo que efectúe trabajos de auditoría externa para entidades reguladas por esta Ley y que requieran de dicha auditoría, responderán hasta de la culpa leve por los perjuicios que causaren a los accionistas o socios de la entidad auditada y a terceros con ocasión de sus actuaciones, informes y dictámenes.

Art. 199.- De la información de las firmas auditoras.- Las sociedades de auditoría externa y el personal a su cargo que efectúe trabajos de auditoría externa estarán facultados para examinar todos los libros, registros, documentos y antecedentes de la entidad auditada, incluso los de sus subsidiarias, debiendo éstas y aquéllas otorgarles todas las facilidades necesarias para el desempeño de su labor.

Las sociedades auditoras quedan obligadas a enviar el informe completo de la auditoría realizada, y sus dictámenes al Registro del Mercado de Valores.

Art. 200.- Reserva respecto a la información.- Las sociedades auditoras externas y el personal a su cargo que efectúe trabajos de auditoría externa deberán guardar reserva respecto de la información de la sociedad, no difundiéndola a terceros antes de la entrega formal a la entidad auditada, debiendo además sujetarse a lo establecido en el artículo 27 de esta Ley.

La obtención de la información por parte de las sociedades de auditoría o su entrega a éstas no se considerará falta al sigilo bancario o bursátil.

La revisión de la documentación y antecedentes de la entidad auditada por parte de las sociedades de auditoría externa deberá ser realizada en las oficinas de la entidad sujeto de auditoría, en cualquier momento, tratando de no afectar su gestión social y, sin que se le pueda limitar o condicionar este derecho.

Art. 201.- De las funciones de las auditoras.- En el cumplimiento de sus funciones la auditora externa deberá emitir dictamen sobre los estados financieros de la entidad auditada y expresar su opinión profesional e independiente sobre dichos documentos. Esta función, implica, entre otras:

a) Examinar si los diversos tipos de operaciones realizadas por la sociedad están reflejadas razonablemente en su contabilidad y estados financieros;

b) Señalar a los administradores de la sociedad auditada las deficiencias que se detecten respecto a la adopción de prácticas contables, al mantenimiento de un sistema administrativo contable efectivo y a la creación y mantenimiento de un sistema de control interno adecuado;

c) Efectuar revisiones para que los estados financieros se preparen de acuerdo a los principios de contabilidad generalmente aceptados y a las resoluciones dictadas por la Superintendencia de Compañías o el C.N.V.;

d) Poner en conocimiento de las autoridades administrativas de la empresa, gerencia, directorio y accionistas, las irregularidades o anomalías que a su juicio existieren en la administración o contabilidad de la entidad auditada que afecte o pueda afectar la presentación razonable de la posición financiera o de los resultados de las operaciones. Una entidad que recibe un informe sobre irregularidades materiales, notificará dentro de ocho días a la Superintendencia de Compañías o de Bancos, remitiendo una copia de dicho informe y, enviará copia de dicha notificación al auditor. Si el auditor externo no recibe dentro de ocho días copia de la notificación enviará copia de su informe a la Superintendencia correspondiente; y,

e) Poner en conocimiento de los accionistas o socios de la entidad auditada, a través de sus representantes legales, los correspondientes informes o dictámenes.

Art. 202.- De las obligaciones de las auditoras.- Las sociedades de auditoría externa y el personal designado por dicha entidad para realizar la auditoría, tendrán especialmente las siguientes obligaciones:

a) Emitir sus informes cumpliendo con las normas de auditoría de general aceptación y con las instrucciones o normas que les imparta la Superintendencia de Compañías;

b) Utilizar técnicas y procedimientos de auditoría que garanticen que el examen que se realice de la contabilidad y estados financieros sea confiable, adecuado y proporcione elementos de juicio válidos y suficientes que sustenten el contenido del dictamen;

c) Mantener durante un período no inferior a siete años, contados desde la fecha del respectivo dictamen, todos los antecedentes que les sirvieron de base para emitir su opinión; y,

d) Toda opinión, certificación, dictamen o informe, escrito o verbal, debe ser veraz y expresado en forma clara, precisa, objetiva y completa.

## Título XXII

### DE LA RESPONSABILIDAD, DE LAS INFRACCIONES Y DE LAS SANCIONES

Art. 203.- Responsabilidades.- Quienes infrinjan esta Ley, sus reglamentos y normas complementarias, las resoluciones que dicte el C.N.V. y, en general, las normas que regulan el mercado de valores, tendrán responsabilidades civiles, administrativas o penales, dentro de los casos y en conformidad con las disposiciones de este Título.

Art. 204.- Personas responsables.- De las responsabilidades civiles y administrativas deberán responder las personas jurídicas y las naturales que fueren culpables de las infracciones correspondientes. Las responsabilidades penales sólo recaerán sobre las personas naturales que, en su propio nombre o a nombre de una persona jurídica, hubieren ejecutado los actos tipificados como infracciones penales.

En todo caso, las personas naturales, si constare su falta de participación o su oposición al hecho constitutivo de la infracción, quedarán exentas de responsabilidad.

**Art. 205.- Responsabilidad civil.-** Las personas naturales y jurídicas que, por infracciones de esta Ley, de sus reglamentos y otras normas complementarias y de las demás disposiciones que regulan el mercado de valores, ocasionen daños a terceros serán solidariamente responsables y deberán indemnizar los perjuicios causados, en conformidad con el derecho común. Esta responsabilidad civil es independiente frente a las sanciones administrativas o penales a que hubiere lugar.

Sin perjuicio a lo dispuesto en la Constitución Política de la República, si los perjuicios hubieren sido ocasionados por resoluciones o actos del C.N.V., o de la Superintendencia de Compañías, estos organismos de ser procedentes tendrán derecho de repetición en contra de los funcionarios o empleados que tuvieron la responsabilidad directa en la realización de tales hechos, caso contrario por los perjuicios irrogados responderá el Superintendente de Compañías o los miembros del C.N.V.

**Art. 206.- Infracciones administrativas.-** Las transgresiones a esta Ley, a sus reglamentos y otras normas y resoluciones complementarias y a las demás disposiciones que regulan el mercado de valores, incluidos los estatutos de las entidades sometidas a la aplicación de esta Ley, son en general infracciones administrativas que serán sancionadas por la Superintendencia de Compañías, en conformidad con esta Ley y con las resoluciones que expida el C.N.V.

**Art. 207.- Infracciones administrativas en particular.-** En particular se considerarán como infracciones administrativas los actos siguientes:

- a) Efectuar una oferta pública de valores sin cumplir los requisitos establecidos;
- b) Intermediar en la negociación de valores no inscritos en el Registro del Mercado de Valores, salvo las excepciones expresamente contempladas en la Ley;
- c) No divulgar en forma veraz, oportuna, completa y suficiente la información que se determina en la presente Ley y en sus normas complementarias;
- d) No guardar la reserva establecida por la Ley sobre la información privilegiada de que se disponga en razón de su cargo, función o relación con un emisor;
- e) Negociar valores sin cumplir las normas establecidas por la Ley, los reglamentos y demás normas del mercado y, en especial sin someterse al procedimiento de aviso de adquisición, cuando éste es requerido;
- f) No observar las normas de autorregulación aprobadas por las bolsas de valores o por las asociaciones gremiales que formen las entidades creadas al amparo de esta Ley;
- g) No ejecutar las instrucciones recibidas por parte de los contratantes o comitentes para efectuar operaciones en el mercado de valores;
- h) No someterse los administradores de las sociedades administradoras de fondos a las normas legales y reglamentarias que regulan la inversión de fondos y el fideicomiso mercantil;
- i) No cumplir el representante de obligacionistas con los deberes que le impone la Ley, los reglamentos y las resoluciones de la asamblea de obligacionistas;
- j) Infringir las normas legales y reglamentarias que rigen para la calificación de riesgo;
- k) No observar las normas que regulan las actividades de los depósitos centralizados de valores;
- l) Transgredir las normas legales y reglamentarias relativas a las empresas vinculadas;
- m) Emitir informes de auditoría externa sin ceñirse a las normas legales y reglamentarias y a los principios que regulan estos procesos;
- n) Publicitar o difundir por cualquier medio, propaganda que pueda inducir al público a errores o confusión sobre los emisores o sobre valores en particular; y,
- o) Utilizar prácticas monopólicas u oligopólicas en la fijación de comisiones, honorarios o tarifas.

**Art. 208.- Sanciones administrativas.-** La Superintendencia de Compañías impondrá las sanciones administrativas teniendo en cuenta la mayor o menor gravedad de la infracción administrativa, para lo cual se tomará en cuenta la magnitud del perjuicio causado de conformidad con las siguientes disposiciones:

1.- Las infracciones leves, que impliquen meros retrasos en el cumplimiento de obligaciones formales o incumplimiento de otras obligaciones que no lesionen intereses de partícipes en el mercado o de terceros o lo hiciere levemente, se sancionarán alternativa o simultáneamente con:

a) Amonestación escrita; y

b) Multa de 100 a 200 UVC;

2.- Las infracciones graves, que son aquellas que ponen en serio peligro o lesionan gravemente los intereses de los partícipes en el mercado o de terceros, se sancionarán alternativa o simultáneamente con:

a) Multa de 200 a 2.000 UVC; pero si la infracción estuviere relacionada con la realización de una transacción, a más de la comisión indebidamente percibida, la multa será del cien por ciento del valor de la transacción;

b) Remoción del cargo o función;

c) Inhabilitación temporal hasta por tres años para ejercer las facultades que esta Ley establece; para ser funcionario en el C.N.V., o en la Superintendencia de Compañías; o para ser director, administrador, auditor o funcionario de las entidades que participan en el mercado de valores;

d) Suspensión temporal hasta por un año de la autorización para participar en el mercado de valores; y,

e) Reversión de la operación.

3.- Las infracciones muy graves, que son aquellas que ponen en gravísimo peligro o lesionan enormemente los intereses de los partícipes en el mercado o de terceros atentando contra el objeto de esta Ley definido en el artículo uno, se sancionarán alternativa o simultáneamente con:

a) Multa de 2.000 a 10.000 UVC; pero si la infracción estuviere relacionada con la realización de una transacción, a más de la comisión indebidamente percibida, la multa será del cien por ciento del valor de la transacción;

b) Remoción del cargo o función;

c) Inhabilitación definitiva para ejercer las funciones que esta Ley establece; o para ser funcionario en el C.N.V., o en la Superintendencia de Compañías; o para ser director, administrador, auditor o funcionario de las entidades que participan en el mercado de valores;

d) Suspensión temporal en el ejercicio del derecho al voto de un accionista o de su capacidad de integrar los organismos de administración y fiscalización de la compañía; o prohibición de enajenar las acciones;

e) Cancelación de la autorización para participar en el mercado de valores, lo cual implica la disolución automática de la compañía infractora; y,

f) Reversión de la operación.

Estas sanciones se aplicarán a las entidades y a las personas naturales según sea su participación en la infracción correspondiente. Si se tratare de decisiones adoptadas por organismos colegiados, las sanciones se aplicarán a los miembros del mismo que hubieren contribuido con su voto a la aprobación de tales decisiones.

Art. 209.- Reincidencia.- La reincidencia en una misma infracción administrativa leve dentro de un período anual, o en una misma infracción administrativa grave dentro de un período de tres años, determinará que sea calificada en la categoría inmediata superior. La reincidencia en una infracción administrativa muy grave será sancionada con la cancelación de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

Art. 210.- Recurso de apelación.- De las sanciones impuestas por la Superintendencia de Compañías habrá recurso de apelación para ante el C.N.V., el mismo que se podrá interponer dentro del término de siete días contados a partir de la notificación de la resolución sancionadora.

Art. 211.- Competencia del Consejo Nacional de Valores.- Si se imputare una infracción administrativa al Superintendente de Compañías o a alguno de los miembros del C.N.V., el asunto será conocido y resuelto por el propio C.N.V., que deberá sesionar sin la presencia del miembro al que se le imputare la infracción.

El C.N.V. podrá solicitar la ampliación de los informes y documentos presentados o pedir que se amplíen las investigaciones.

Art. 212.- Presunción de delitos.- Si al momento de investigar y aplicar las sanciones administrativas, la Superintendencia de Compañías o el C.N.V., encontraren indicios de haberse cometido uno o más de los delitos contra el mercado de valores, u otros tipificados en el Código Penal o en otras leyes penales, pondrá de inmediato el hecho en conocimiento del juez penal competente y del Ministerio Público.

Art. 213.- Defraudaciones.- Serán sancionados con prisión de uno a cinco años y multa de cien a mil UVC:

1. Los que sin estar legalmente autorizados realicen operaciones propias de las instituciones del sistema financiero o del mercado de valores;
2. Los que sin estar legalmente autorizados a intervenir en el mercado de valores, utilizaren en forma pública las expresiones exclusivas determinadas en esta Ley;
3. Los administradores y demás personas que hubieren actuado a nombre de empresas que en estado de quiebra emitan o negocien valores de oferta pública;
4. Los que, estando obligados, no impidieren que empresas en estado de quiebra emitan o negocien valores de oferta pública;
5. Los que efectúen operaciones bursátiles ficticias o que tengan por objeto fijar fraudulentamente precios o cotizaciones de valores;
6. Los que hubieren celebrado fraudulentamente contratos de fideicomiso mercantil en perjuicio de terceros;
7. Los que hicieren un uso indebido de valores o dineros entregados por terceros para ser negociados o invertidos en el mercado de valores; y,
8. Los tenedores de títulos de renta variable que fraccionen o subdividan paquetes accionarios bajo cualquier modalidad contractual a fin de eludir el cumplimiento de las obligaciones de esta Ley, salvo que exista autorización previa y expresa del C.N.V.

Art. 214.- Falsedad de la Información.- Serán sancionados con reclusión menor de tres a seis años y multa de doscientos a dos mil UVC:

1. Los representantes legales, administradores o funcionarios de las entidades del mercado de valores que dieran a sabiendas informaciones falsas sobre las operaciones en que hubieren intervenido;
2. Los que hubieren procedido fraudulentamente a proporcionar información falsa en las negociaciones objeto de una oferta pública de valores;
3. Los directores o administradores de un emisor que hubieren maliciosamente decidido con su voto dar el carácter de reservado a hechos relevantes que, por perjudicar el interés del mercado, debieron ser conocidos por el público; y,
4. Los que violaren el sigilo bursátil para beneficiarse a sí mismos o beneficiar o perjudicar a terceros.

Art. 215.- Falsedades Documentales.- Serán sancionados con reclusión menor de seis a nueve años y multa de mil a diez mil UVC:

1. Los que hubieren otorgado u obtenido una inscripción en el Registro del Mercado de Valores mediante informaciones o antecedentes falsos maliciosamente suministrados. Si este delito fuere cometido por funcionarios públicos, en el ejercicio de sus funciones, la pena será de nueve a doce años de reclusión menor extraordinaria y la multa de mil quinientos a quince mil UVC;
2. Los representantes o funcionarios de los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores que fraudulentamente omitieren o falsearen inscripciones;
3. Los operadores que alteraren la identidad o capacidad legal de las personas que hubieren contratado por su intermedio, o que atentaren contra la autenticidad e integridad de los valores que negocien;
4. Los que efectúen fraudulentamente calificaciones de riesgo sin ajustarse a la situación real del emisor;

5. Los que, cumpliendo funciones de auditoría externa, ocultaren fraudes u otras irregularidades graves detectadas en el proceso de auditoría; y,

6. Quienes maliciosamente efectuaren avalúos de bienes raíces y bienes muebles que no se sujeten a la realidad.

Art. 216.- Presunción de quiebra fraudulenta.- Para los efectos previstos en el Código Penal, se presumirá fraudulenta la quiebra de cualquier compañía intermediaria en el mercado de valores, que se produzca como consecuencia de las pérdidas sufridas en operaciones ejecutadas por cuenta propia siempre que tales pérdidas le impidan cumplir las que ejecutare por cuenta de sus comitentes.

Art. 217.- Normas supletorias.- Las infracciones señaladas en los artículos precedentes no excluyen otros supuestos que sobre la materia están contempladas en el Código Penal y demás leyes penales.

Art. 218.- Destino de las multas.- Las multas que se impongan por las infracciones que se sancionan en este Título serán recaudadas por la Superintendencia de Compañías y formarán un fondo administrado por la propia Superintendencia y destinado a la promoción del mercado de valores y a la capacitación técnica y profesional de los funcionarios, empleados y operadores de las entidades reguladas por esta Ley. El C.N.V., reglamentará la administración de este fondo.

### Título XXIII DISPOSICIONES GENERALES

Art. 219.- De las denominaciones y expresiones exclusivas.- Solamente las personas naturales o jurídicas autorizadas según esta Ley podrán utilizar las denominaciones: "casa de valores"; "operador de valores"; "bolsa de valores"; "administradoras de fondos y fideicomisos"; y, "calificadora de riesgo", y las expresiones: "fondos administrados"; "fondos colectivos"; "fondos internacionales"; "fiducia"; "fideicomiso mercantil"; "titularización"; y, las demás específicas utilizadas en la presente Ley y sus normas complementarias.

No podrán usarse expresiones que, por una semejanza fonética o semántica induzcan a confusión con las anteriores. La Superintendencia de Compañías calificará la semejanza.

Art. 220.- De los reglamentos de operación.- Las casas de valores, las bolsas de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, los depósitos centralizados de valores y las calificadoras de riesgo deben contar con un reglamento de operaciones de acuerdo a las normas de carácter general que para el efecto expida el C.N.V.

Art. 221.- De las comisiones.- Las comisiones, honorarios o tarifas que cobren las instituciones reguladas por esta Ley a sus clientes o comitentes serán estipuladas libremente por los contratantes, sin que se pueda invocar tarifas o aranceles determinados por asociaciones, entidades gremiales u otras personas. La Superintendencia de Compañías y las bolsas de valores, investigarán y sancionarán prácticas monopólicas u oligopólicas, en la fijación de dichas comisiones, honorarios o tarifas.

Art. 222.- Del sigilo bursátil.- Prohíbese a los intermediarios del mercado de valores y a los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores divulgar los nombres de sus comitentes, salvo en el caso de una auditoría, inspección o fiscalización de sus operaciones por parte de las Superintendencias de Compañías o de Bancos o de la respectiva bolsa, o en virtud de una providencia judicial expedida dentro del juicio, o por autorización expresa del comitente.

Los miembros del C.N.V., los funcionarios y empleados de los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, de las Superintendencias de Compañías o de Bancos, u otras personas que en ejercicio de sus funciones u obligaciones de vigilancia, fiscalización y control tuvieren acceso a información privilegiada, reservada o que no sea de dominio público, no podrán divulgar la misma, ni aprovechar la información para fines personales o a fin de causar variaciones en los precios de los valores o perjuicio a las entidades del sector público o del sector privado.

Nota:

La denominación actual de la Superintendencia de Bancos es Superintendencia de Bancos y Seguros (Ley 2001-55. R.O. 465-S, 30-XI-2001).

Art. 223.- De la publicidad.- La publicidad, propaganda o difusión que por cualquier medio hagan los emisores, intermediarios de valores, bolsas de valores y otras instituciones reguladas por esta Ley, no podrán contener declaraciones, alusiones o representaciones que puedan inducir a error, equívocos, o confusión al público sobre los valores de oferta pública o sus emisores.

Art. 224.- De los valores absolutos.- Todos los valores absolutos expresados en esta Ley y sus normas complementarias se ajustarán anual y acumulativamente por el Índice de precios al consumidor elaborado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC) por el año inmediato anterior y, tendrán vigencia por un año calendario a partir del 1 de enero.

Art. 225.- De las inversiones obligatorias de las compañías de seguros.- Con excepción de las inversiones obligatorias en valores emitidos por entidades y organismos del sector público, las inversiones que realicen las compañías de seguros en instrumentos inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en al menos una de las bolsas de valores del país, deberán ser efectuadas en éstas.

Art. 226.- Del recurso administrativo.- De las resoluciones sancionadoras de la Superintendencia de Compañías, bolsas de valores y otras asociaciones de autorregulación, así como la negativa de inscribir valores en un mecanismo centralizado de negociación o por falta de pronunciamiento sobre solicitudes presentadas a las asociaciones o mecanismos antes mencionados, podrá recurrirse ante el C.N.V., en el término de siete días contados desde la fecha de entrega de la respectiva resolución.

La resolución del C.N.V., causará ejecutoria en el ámbito administrativo y podrá ser impugnada ante la Corte Distrital de lo Contencioso Administrativo, de conformidad con la Ley.

Art. 227.- De las normas de prudencia.- Las bolsas de valores, las casas de valores, las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos, los fondos de inversión, los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, las calificadoras de riesgo, así como las sociedades de auditoría externa que participen en el mercado y se encuentren registradas en el Registro del Mercado de Valores, deberán observar los parámetros, índices, relaciones, normas de prudencia y control que determine el C.N.V..

Art. 228.- De las facilidades que deben prestar los entes regulados por esta Ley para el control y fiscalización.- Todas las entidades sujetas a la presente Ley, deberán prestar las facilidades necesarias para que la Superintendencia de Compañías, pueda ejercer sus atribuciones de control y supervisión.

Art. 229.- De las características de los valores.- Los valores a que se refiere el artículo 2 de esta Ley, tienen el carácter de títulos valor, en consecuencia, incorporan un derecho literal y autónomo que se ejercita por su portador legitimado según la Ley, constituyen títulos ejecutivos para los efectos previstos en el artículo 423 del Código de Procedimiento Civil. Se presume, salvo prueba en contrario, su autenticidad así como la licitud de su causa y la provisión de fondos.

Los valores pueden emitirse nominativos, a la orden o al portador, si son nominativos circularán por cesión cambiaria inscrita en el registro del emisor; si son a la orden por endoso; si son al portador, por la simple entrega.

Art. 230.- De los gravámenes, limitaciones y transferencia.- La transmisión de los valores representados por anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable; la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos.

La constitución de gravámenes reales y de limitaciones al dominio igualmente tendrá lugar mediante inscripción en la cuenta correspondiente, y para efectos de la constitución de prenda comercial ordinaria esta inscripción equivale al desplazamiento posesorio del título. Además, si los valores, sea que consten de títulos o de anotaciones en cuenta, se hallan depositados en un depósito centralizado de valores, la transferencia se perfeccionará con la anotación en el registro del depósito en virtud de orden emitida mediante comunicación escrita o electrónica, dada por el portador legitimado de los mismos o por el representante autorizado de la casa de valores que lo representa, de conformidad con las normas de carácter general que dictará el C.N.V.

231.- Arbitraje.- Cualquier controversia o reclamo que existiere entre los participantes en el mercado de valores, relacionados con los derechos y obligaciones derivados de la presente Ley, podrán ser sometidos a arbitraje de conformidad con la Ley de Arbitraje y Mediación y reglamentos aplicables.

Art. 232.- Prevalencia y supletoriedad de la ley.- Por su carácter especial esta Ley prevalecerá sobre cualquier disposición que se le oponga.

En lo no previsto en esta Ley se estará a lo dispuesto en la Ley de Compañías, Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, Código de Comercio, Código Civil, Ley Orgánica de Administración Financiera y Control, Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado y, las demás leyes que regulan las actividades de entes y partícipes del mercado de valores.

**Art. 233.- Tributación.-** De acuerdo con el artículo 94 de la Ley de Régimen Tributario Interno, los fondos de inversión se considerarán sociedades para efectos impositivos.

Las ganancias o utilidades, sean cuales fueren las fuentes de que provengan, que distribuyan los fondos de inversión a sus respectivos partícipes, estarán exoneradas del pago del impuesto a la renta y del impuesto único a los rendimientos financieros.

No formarán parte de la renta global de los fondos de inversión los rendimientos de valores emitidos por el sector público y por el sector privado señalados en los numerales 6 y 7 del artículo 9 de la Ley de Régimen Tributario Interno, ni las ganancias de capital provenientes de la compra-venta de tales valores y de acciones, participaciones y derechos de sociedades.

Tampoco formarán parte de la renta global los rendimientos financieros gravados con el impuesto único del ocho por ciento, ni las ganancias de capital provenientes de la compraventa de los valores que generen esos rendimientos.

**Notas:**

- El impuesto único a los rendimientos financieros fue derogado por el Art. 28 de la Ley para la reforma de las finanzas públicas (Ley 99-24, R.O. 181-S, 30-IV-99).

- Los numerales 6 y 7 de la Ley de Régimen Tributario Interno fueron derogados por el Art. 4 de la Ley 124, reformatoria a la Ley de Régimen Tributario Interno (R.O. 379, 8-VIII-98).

**Art. 234.- De la exoneración del impuesto de registro.-** Las inscripciones que deban hacerse por los actos contemplados en esta Ley incluyendo la constitución de garantías, están exentas del impuesto de registro y sus adicionales.

**Art. 235.- De las planillas por inscripción en el Registro Mercantil y de la Propiedad.-** Los derechos y todo tipo de gastos o cobros que hagan los registradores mercantiles o de la propiedad, por la inscripción de los actos que contengan constitución de compañías, fideicomisos mercantiles, fondos de inversión, aumentos de capital y constitución de garantías y transferencias de bienes a patrimonios independientes o autónomos, contemplados en esta Ley, sumados todos aquellos, en ningún caso serán superiores al cero, veinte y cinco por mil de la cuantía del acto o contrato ni superiores al equivalente de trescientas UVC.

Cuando los indicados funcionarios se negaren sin causa legal o retardaren el otorgamiento o la inscripción de dichos documentos o pretendieren recaudar valores mayores a los fijados, serán sancionados con la destitución del cargo por la Corte Superior de Justicia respectiva, a pedido del Superintendente de Compañías.

**Art. 236.- De los derechos e inscripción de emisores de valores en el Registro del Mercado de Valores.-** Las emisiones de valores efectuadas por los emisores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, deberán inscribirse en el mencionado Registro a cargo de la Superintendencia de Compañías.

Los derechos que por tales inscripciones se cobren en el Registro del Mercado de Valores, serán fijados mediante resolución de carácter general por el C.N.V., de conformidad con las atribuciones constantes en esta Ley.

## **Título XXV REFORMAS**

**Art. 237.- De las reformas a otras normas legales.-** Refórmense las siguientes normas legales y reglamentarias:

1) En la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, promulgada en Suplemento al Registro Oficial No. 439 de 12 de Mayo de 1994, se efectuarán las siguientes modificaciones:

a) En el tercer inciso del artículo 1 sustitúyase la frase: "...compañías de titularización", por la de: "...corporaciones de desarrollo de mercado secundario de hipotecas";

b) En el artículo 1 añádanse los siguientes incisos:

"Las corporaciones de desarrollo de mercado secundario de hipotecas son las únicas autorizadas por esta Ley para actuar como fiduciaria en procesos de titularización que efectúen el cumplimiento de sus fines. Estas corporaciones tendrán como fin básico en el cumplimiento de su objeto social relativo al ámbito



hipotecario el desarrollo de mecanismos tendientes a movilizar recursos en favor del sector de vivienda e infraestructura relacionada.

Las corporaciones de desarrollo de mercado secundario de hipotecas podrán emprender en procesos de titularización tanto de cartera hipotecaria propia como de cartera hipotecaria de terceros, actuando para ello en ambos casos con la triple calidad de originador, fiduciario y colocador a través de intermediarios de valores autorizados. Al efecto le corresponde a la Superintendencia de Bancos emitir las correspondientes normas que regulen los procesos en referencia. Estos procesos se sujetarán a las normas de la Ley de Mercado de Valores en lo que les fuere aplicable; y, los valores producto de los mismos serán objeto de oferta pública.", y,

c) En el primer inciso del art. 214 sustitúyanse las palabras: "... , o de una compañía de titularización", por: "...o de un fideicomiso, o una corporación de desarrollo de mercado secundario de hipotecas".

2) Efectúense en la Ley de Régimen Tributario Interno las siguientes modificaciones:

a) Sustitúyase el artículo 94 por el siguiente:

"Art. 94.- Para efectos de esta Ley, el término sociedad comprende la persona jurídica, la sociedad de hecho, el consorcio de empresas, la compañía tenedora de acciones que consolide sus estados financieros con sus subsidiarias o afiliadas, el fondo de inversión o cualquier entidad que, aunque carente de personería jurídica, constituya una unidad económica o un patrimonio independiente de los de sus miembros";

Nota:

El texto que se señala en este numeral fue tácitamente derogado por el Art. 32 de la Ley para la reforma de las finanzas públicas (Ley 99-24), reformatoria de la Ley de Régimen Tributario Interno, cuyo contenido consta en concordancias de este artículo.

b) (Derogado por el lit. d del Art. 19 de la Ley 99-24, R.O. 181-S, 30-IV-99).

c) (Derogado por el lit. d del Art. 19 de la Ley 99-24, R.O. 181-S, 30-IV-99).

d) (Derogado por el lit. d del Art. 19 de la Ley 99-24, R.O. 181-S, 30-IV-99).

e) En la Disposición General agregada por el artículo 25 de la Ley No. 93 publicada en el suplemento del Registro Oficial No. 764 de 22 de agosto de 1995, agréguese el siguiente inciso:

"Las transferencias de dominio de activos, cualquiera fuere su naturaleza, realizadas con el propósito de desarrollar procesos de titularización, están exentas de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones, así como de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias de bienes".

3) Agrégase al final de los artículos 1871 del Código Civil y 99 del Código de Procedimiento Civil, el siguiente inciso:

"Cuando se deba ceder y traspasar derechos o créditos para efecto de desarrollar procesos de titularización realizados al amparo de la Ley de Mercado de Valores, cualquiera sea la naturaleza de aquellos, no se requerirá notificación alguna al deudor u obligado de tales derechos o créditos. Por el traspaso de derechos o créditos en procesos de titularización, se transfiere de pleno derecho y sin requisito o formalidad adicional, tanto el derecho o crédito como las garantías constituidas sobre tales créditos. En caso de ser necesaria la ejecución de la garantía, el traspaso del crédito y de la garantía, ésta deberá ser previamente inscrita en el registro correspondiente."

4) En la Ley de Régimen Municipal efectúense las siguientes modificaciones:

a) En el literal b) del artículo 351 suprimase las palabras "del fideicomiso".

b) Después del literal c) del artículo 351 añádase otro que diga:

"d) Las transferencias gratuitas u onerosas que haga el fiduciario en favor de los beneficiarios en cumplimiento de las finalidades del contrato de fideicomiso mercantil.";

c) En el artículo 358 después del literal j) agréguese uno que diga:

"k) La transferencia de dominio de bienes inmuebles que se efectúen con el objeto de constituir un fideicomiso mercantil o con el propósito de desarrollar procesos de titularización. Así mismo, las transferencias que hagan restituyendo el dominio al mismo constituyente, sea que tal situación se deba a la falla de la condición prevista en el contrato, por cualquier situación de caso fortuito o fuerza mayor o por efectos contractuales que determine que los bienes vuelvan en las mismas condiciones en las que fueron transferidos."; y,

d) En el artículo 360 añádase el siguiente inciso:

"Quedan exonerados del pago de todo impuesto tasa o contribución fiscal, provincial o municipal, inclusive los impuestos de timbre, plusvalía y registro de las transferencias de dominio de bienes inmuebles que se efectúen con el objeto de constituir un fideicomiso mercantil."

5) En la Ley de Compañías, refórmase el Art. 10 reformado por el Art. 35 de la Ley No. 46 de Promoción y Garantías de las Inversiones, publicado en el Registro Oficial No. 219 de viernes 19 de diciembre de 1997 por el siguiente:

"Art. 10.- Las aportaciones de bienes se entenderán traslativos de dominio. El riesgo de la cosa será de cargo de la compañía desde la fecha en que se le haga la entrega respectiva.

Si para la transferencia de los bienes fuere necesaria la inscripción en el Registro de la Propiedad, ésta se hará previamente a la inscripción de la escritura de constitución o de aumento de capital en el Registro Mercantil.

En caso de que no llegare a realizarse la inscripción en el Registro Mercantil, en el plazo de 90 días contados desde la fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad, esta última quedará sin ningún efecto y así lo anotará el registrador de la propiedad previa orden del Superintendente de Compañías, o del Juez, según el caso.

Quando se aporte bienes hipotecados, será por el valor de ellos y su dominio se transferirá totalmente a la Compañía, pero el socio aportante recibirá participaciones o acciones solamente por la diferencia entre el valor del bien aportado y el monto al que ascienda la obligación hipotecaria. La Compañía deberá pagar el valor de ésta en la forma y fecha en que se hubieren establecido, sin que ello afecte a los derechos del acreedor según el contrato original.

No se podrá afectar a la constitución o al aumento de capital de una compañía, bienes gravados con hipoteca abierta, a menos que ésta se limite exclusivamente a las obligaciones ya establecidas y por pagarse a la fecha del aporte.

Los créditos solo podrán aportarse si se cubriera, en numerario o en bienes, el porcentaje mínimo que debe pagarse para la constitución de la Compañía, según su especie. Quien entregue, ceda o endose los documentos de crédito quedará solidariamente responsable con el deudor por la existencia, legitimidad y pago del crédito, cuyo plazo de exigibilidad no podrá exceder de doce meses. No quedará satisfecho el pago total con la sola transferencia de los documentos de crédito y el aporte se considerará cumplido únicamente desde el momento en que el crédito se haya pagado.

En todo caso de aportación de bienes el Superintendente de Compañías, antes de aprobar la constitución de la compañía o el aumento de capital, podrá verificar los avalúos mediante peritos designados por él o por medio de funcionarios de la Institución.

## Título XXVI DEROGATORIAS

Art. 238.- De las Derogatorias.- Deróganse las siguientes normas legales:

a) El título incorporado a continuación del artículo 409 del Código de Comercio por la Ley No. 31, publicada en el suplemento del Registro Oficial No. 199 de 28 de mayo de 1993;

b) El literal r) del artículo 51 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, publicada en el suplemento del Registro Oficial No. 439 de 12 de mayo de 1994; y,

c) El artículo 201 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero;  
Art. 239.- Disposición especial.- Se deroga la Ley No. 31 publicada en el Suplemento al Registro Oficial No 199 de 28 de mayo de 1993, con excepción de los siguientes artículos:

a) El artículo 71 numerales 1 y 2, reformados por el artículo 2 literal h) y artículo 8 respectivamente de la Ley No. 51 publicada en el Registro Oficial No. 349 del 31 de diciembre de 1993 y, el numeral 6;

b) El artículo 74 numerales 1 al 21, el numeral 22 reformado por el artículo 48 de la Ley No. 51 publicada en el Registro Oficial número 349 del 31 de diciembre de 1993 y, los numerales 23, 24, 25, 26 y 27;

c) El artículo 76;

d) El artículo 77;

e) El artículo 78 sustituido por el artículo 29 de la Ley s/n reformativa de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, publicada en el suplemento del Registro Oficial número 1000 del 31 de Julio de 1996;

f) El artículo 80 en la parte que reforma el artículo 441 del Código de Comercio; y,

g) El artículo 81.

Dado el carácter especial de esta Ley, sus disposiciones prevalecerán sobre cualquier otra ley general; consecuentemente, quedan derogadas las disposiciones legales que se le opongan expresa o tácitamente.

Nota:

El literal a) surte efecto en cuanto a la reforma al numeral 21, ya que la Ley 51 derogó los otros numerales.

## Título XXVII DISPOSICIONES TRANSITORIAS

PRIMERA.- El Consejo Nacional de Valores en un plazo no mayor a ciento veinte días contados a partir de la expedición de reglamento general a la presente Ley por parte del ejecutivo, emitirá, los reglamentos y demás normas secundarias para que se adecúen a esta Ley. Mientras tanto, se observarán las normas secundarias vigentes en lo que fuere aplicable.

SEGUNDA.- Los miembros del comité de calificación de las compañías calificadoras de riesgo deben ser personas que no estén incluidas en las inhabilidades del Art. 190 de esta Ley, para lo cual tiene el plazo de 6 meses para adecuarse a esta disposición.

TERCERA.- Las calificadoras de riesgo, las casas de valores, el depósito centralizado de valores, las administradoras de fondos, corporaciones civiles, bolsas de valores y, demás entes que participen en el mercado de valores, deberán regularizar en el plazo de un año con cronograma de ajuste trimestral, su situación patrimonial de acuerdo a los requerimientos mínimos de capital y patrimonio establecidos en esta Ley.

CUARTA.- Se establece la obligatoriedad de que, los valores que se encuentren inscritos en el Registro del Mercado de Valores deban ser depositados en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores por un período no inferior a dos años a partir de su autorización de funcionamiento.

QUINTA.- En un plazo no mayor a noventa días contados a partir de la fecha de expedición de esta Ley, los emisores del sector financiero deberán obtener la calificación de las obligaciones, obligaciones convertibles en acciones y papel comercial que se encuentren en circulación para sí o sus valores según corresponda, de acuerdo a las disposiciones de esta Ley. Esta calificación deberá ser difundida al público.

SEXTA.- Los ingresos obtenidos por auditoría externa que provengan de un mismo cliente o empresas vinculadas al que pertenezca éste, no podrán exceder al 20 % de los ingresos anuales de la firma auditora, desde el segundo año de inscrita en el Registro del Mercado de Valores.

De igual manera los ingresos obtenidos por calificación de riesgo que provengan de un mismo cliente no podrán exceder al 25% de los ingresos anuales de la sociedad calificadora luego de que hayan transcurrido dos años de la vigencia de la presente Ley.

SÉPTIMA.- Las Instituciones del Sistema Financiero que se encuentren realizando negocios fiduciarios a la fecha de expedición de esta Ley tendrán un año calendario para traspasar dichos negocios a una Administradora de Fondos y Fideicomisos, mientras tanto seguirán observando las disposiciones que haya expedido la Superintendencia de Bancos y Junta Bancaria.

OCTAVA.- Los grandes electores de los representantes del sector privado ante el C.N.V., deberán en un plazo no mayor a 30 días a partir de la promulgación de la presente Ley, nombrar a sus delegados o ratificarlos de acuerdo a las normas de este cuerpo legal.

NOVENA.- (Derogada por el Art. 5 de la Ley 2002-61, R.O. 511, 7-II-2002).

## Título XXVIII DISPOSICIÓN FINAL

Esta Ley entrará en vigencia en todo el territorio nacional a partir de su publicación en el Registro Oficial.

Dado en la ciudad de San Francisco Quito, Distrito Metropolitano, en la Sala de Sesiones del Plenario de las Comisiones Legislativas del Congreso Nacional del Ecuador, a los treinta días del mes de junio de mil novecientos noventa y ocho.

#### FUENTES DE LA PRESENTE EDICIÓN DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES

- 1.- Ley 107 (Registro Oficial 367, 23-VII-98)
- 2.- Ley 98-12 (Suplemento del Registro Oficial 20, 7-IX-98)
- 3.- Ley 99-24 (Suplemento del Registro Oficial 181, 30-IV-99)
- 4.- Ley 99-34 (Registro Oficial 224, 1-VII-99)
- 5.- Decreto Ley 2000-1 (Suplemento del Registro Oficial 144, 18-VIII-2000)
- 6.- Ley 2002-61 (Registro Oficial 511, 7-II-2002).