

**UNIVERSIDAD
INTERNACIONAL – SEK-**

Facultad de Ingeniería Financiera

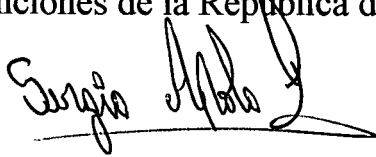
**“EL USO DE LOS DERIVADOS
FINANCIEROS COMO HERRAMIENTA DE
COBERTURA AL RIESGO EN LOS
MERCADOS INTERNACIONALES”**

SERGIO ALBERTO APOLO GRIJALVA

Director: Ing. Salomón Quito

DECLARATORIA

Yo, Sergio Alberto Apolo Grijalva, egresado de la Facultad de Ingeniería Financiera de la Universidad Internacional –SEK- declaro que el trabajo que se presenta a continuación es producto de mi investigación, de no ser así me someto a las sanciones que la Universidad considere pertinentes y a las sanciones de la República del Ecuador.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Sergio Apolo Grijalva', with a horizontal line underneath.

Sergio Alberto Apolo Grijalva

DEDICATORIA

A Dios, a mis padres; quienes gracias a su esfuerzo y dedicación son partícipes del éxito alcanzado durante mi carrera universitaria.

AGRADECIMIENTO

A mis profesores de la Universidad SEK, por haber compartido conmigo conocimientos y experiencias, de manera especial al Ing. Salomón Quito por su apoyo incondicional en la elaboración de esta tesis.

INDICE GENERAL

CAPÍTULO I:

CONCEPTOS BÁSICOS DEL MERCADO FINANCIERO Y DE CAPITALES

Entorno Económico y Ambiental del Capitales	1
Los Mercados Emergentes	5
Mercado De Valores en el Ecuador	10

CAPITULO II

SIGNIFICADO DEL MERCADO FINANCIERO Y DEL MERCADO DE VALORES

Sistema Financiero	18
Características De Los Mercados Financieros	20
Clasificación De Los Mercados Financieros	23
Mercados Monetarios	25
Mercados De Capitales	31
Mercados De Valores	31
Los Activos Financieros	32
Derechos y Obligaciones De Los Accionistas	33

CAPITULO III:

SIGNIFICADO DE LA TASA DE INTERES

Costo Del Capital	45
Significado De las tasa de interés	46
Teoría de la paridad de los tipos de interés	50
Cálculo de las tasas Fordwards	51
Teoría de las expectativas racionales	52

CAPITULO IV:

RIESGO Y RENTABILIDAD DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS

Rentabilidad o Riesgo	53
Riesgo País	58
Los Warrants	66
Uso de los Derivados en el Ecuador:	67
El Banco Central y su Función ante los Derivados	70
Reglas De Presentación En los Estados Financieros	71
Contratos SWAP De Divisas	74

CAPITULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	78
---------------------------------------	----

BIBLIOGRAFÍA	81
---------------------	----

CAPÍTULO I:

CONCEPTOS BÁSICOS DEL MERCADO FINANCIERO Y DE CAPITALES

I.1.- Entorno económico y ambiental que rodea al moderno mercado de capitales

La realidad de las economías latinoamericanas se ha transformado profundamente en los últimos años. Prácticamente todos los países se han visto en la necesidad de desarrollar políticas orientadas a la estabilización económica, a la reducción del déficit fiscal y al control de la inflación, mediante la aplicación de modelos de liberalización, apertura y de regulación, en lo que algunos han denominado la "primera ola" de las reformas¹.

En este proceso, el siguiente paso, estrechamente relacionado con la racionalización del gasto público no productivo, propone la reestructuración de las instituciones tradicionales, de manera de traspasar funciones reservadas al sector público a la iniciativa privada. Los mecanismos fundamentales para ello son la privatización de empresas públicas y la creación de los fondos de pensiones privados.

Las investigaciones más recientes demuestran una estrecha correlación entre ahorro y crecimiento económico.

A manera de ejemplo, en el cuadro siguiente se compara la participación del Ahorro Interno en el PIB, con la tasa de crecimiento económico para el período 1997 - 2000 para algunos países seleccionados, donde se demuestra esta relación.

¹ Análisis técnico bursátil. D. AMAT, X. PUIG . Ed. Gestión 2000 Barcelona 1.989

NIVEL DE AHORRO vs. CRECIMIENTO ECONOMICO (Tasa promedio 1997-2000)

País	Ahorro Interno / Tasa PIB	Crecimiento Económico
Chile	24,44	6,14
Panamá	30,42	5,40
Colombia	20,22	3,98
Venezuela	20,16	3,84
Ecuador	22,16	3,34
México	16,88	2,98
Perú	20,10	2,88
Brasil	17,42	1,00
Nicaragua	-10,58	0,60
Haití	-3,56	-6,52

Elaborado: Sergio Apolo
Fuente: Banco Central del Ecuador

Es importante señalar que en América Latina existen tres tendencias que reducen el impacto del ahorro en el crecimiento:

- 1) La sustitución del ahorro nacional por ahorro externo que no necesariamente se canalizan a inversiones estables;
- 2) La desviación del ahorro interno hacia el exterior (servicio de la deuda y remesas);
- 3) El financiamiento de los elevados déficits del sector público.

Sin ahorro no hay inversión y sin inversión no existe crecimiento económico. La realidad de los países de América Latina, de la que no escapa Ecuador, es que el nivel de ahorro interno resulta insuficiente para sustentar el crecimiento de la economía.

Los términos capital y globalización actúan como ejes sistémicos y debido a su importancia, considerando que deben ser cuidadosamente analizados para ponderar su intervención en el entorno económico. Dos conceptos diversos se

puede construir a partir de los elementos que se le han adjudicado a la globalización:

A) Es un fenómeno "ligado al capital", de origen incierto pero que apunta con mayor claridad hacia las comunicaciones y el desarrollo tecnológico que han acortado las distancias, siendo por lo tanto, de reciente aparición; supone la naturaleza económica, política y socio-cultural de interdependencia, colaboración y aprovechamiento común de los beneficios obtenidos con las soluciones que todas las naciones toman en conjunto.

B) Es un fenómeno que se gesta con la propia aparición del capital, por lo que su naturaleza es fundamentalmente económica, pero con repercusiones sociales, culturales, políticas, etc. y que se caracteriza por aprovechar los diferentes tipos y estados de los mercados mundiales para colocar su producción o capital (bancario, industrial o financiero) en donde maximice su ganancia en las mejores condiciones y con la mayor libertad posibles para su crecimiento y movilidad.

En cuanto a su origen, es evidente que el discurso apologético de la globalización, la coloca como un proceso ahistórico; sin embargo se demuestra que por sus características, es parte "...del proceso multiseccular de expansión del capitalismo desde sus orígenes mercantiles en algunas ciudades de Europa en los siglos XIV y XV"²

De este modo, el avance en las comunicaciones y la tecnología ha sido un factor importante para facilitar el aceleramiento del proceso globalizador, -al igual que la expansión de los mercados financieros³- pero no es su origen.

Resulta innegable que el capital (en todas sus modalidades), tiende a buscar el medio más propicio para su crecimiento y por lo tanto, esa tendencia natural que inicialmente lo llevó a una expansión territorial limitada, lo ha hecho ir más

² DIEZ DE CASTO L & MASCAREÑAS J. Ingeniería Financiera Segunda Edición,

³ Análisis técnico bursátil. D. AMAT, X. PUIG . Ed. Gestió 2000 Barcelona 1.989

allá de las fronteras ya dominadas, debido a que el proceso multiplicador del capital va requiriendo un mercado (territorio) mayor, para poder realizarse.

En tales circunstancias, parece pleonástica la expresión "globalización del capital" si se considera que el capital es globalizante por naturaleza. Si esto se lo lleva a sus últimas consecuencias, se advierte que hablar de globalidad implica la referencia histórica de los recorridos expansivos del capital bancario, industrial y financiero, que remolca desde mercancías y tecnología hasta cultura y costumbres, envueltos en un discurso *ad hoc*, premunido de toda clase de mecanismos precautorios para garantizar sus intereses; esto es, para ejercer el control necesario.

La globalización actual resulta inimaginable si dejamos a un lado el papel del capital. Luego entonces, separar a ultranza lo que es único, distorsiona la realidad, al igual que mostrar al capital y a la globalización como entes animados que actúan independientemente de los sujetos.

En otro orden de ideas y en relación a sus efectos, la dinámica conocida como "globalización económica", da paso a un proceso más complejo. En la medida en que la expansión de la oferta requiere de consumidores con ciertas características y necesidades (como hábitos de compra, gusto por el producto, etc.), el oferente no sólo se ha limitado a detectarlos, sino que ha tenido que ocuparse de propiciar el desarrollo de esas características que potencializan el mercado, de acuerdo a las condiciones históricas imperantes. De igual modo y por las mismas razones, se ocupa de negociar y moldear las condiciones de acceso a cada mercado, evitando las restricciones a su libre *modus operandi*, mediante acuerdos con el sector hegemónico⁴. En esta sencilla descripción, se

⁴ HEYMAN TIMOTHY Inversión Contra Inflación Tercera Edición, Editorial Milenio S.A. México 1988

incluyen los elementos esenciales del proceso seguido por el capital en sus diversas modalidades, desde el siglo XIV⁵

Los hechos evidencian ya que la intervención del capitalista –en medio de las más diversas circunstancias históricas- modifica el contexto socio-cultural⁶ que va conquistando y muestra cómo se entrelazan los factores económicos globales con los cambios de otra naturaleza, al igual que la dirección original y de mayor envergadura en que se produce: del capitalista hacia la sociedad (mercado), aún cuando es evidente que también va modificándose. Esto rebela que es falaz la simultaneidad e igualdad (cfr. Idem.) de intereses y correlaciones entre ambos sujetos.

De hecho, el capitalismo no tiene por qué ser confundido con una corriente humanista o ecológica, ya que ha mostrado de manera consistente y coherente con su finalidad (acumulación y multiplicación del capital), que es “...parte integral de un modo de organización económica y social profundamente desigualador, basado en la explotación de los seres humanos y la depredación de la naturaleza; un modo de organización social que asocia el progreso de algunos con la desventura de muchos...” (Idem).

I.2.- Los mercados emergentes

Cuando a fines de los años ochenta comenzó a triunfar en el mundo la idea de permitir los mercados libres (incluyendo en esto la apertura de las economías), dejando atrás el proteccionismo y el antiguo afán por las gigantescas empresas públicas (por lo común deficitarias, así financieramente como en la prestación de sus servicios), nació un nuevo vocablo: mercados emergentes. Definiéndose con tal concepto a aquellas economías que seguían este nuevo rumbo (propio

⁵ MELO ESTEBAN Cuestiones Económicas No33 Banco Central del Ecuador, Quito 1997.

⁶ MELO ESTEBAN Cuestiones Económicas No33 Banco Central del Ecuador, Quito 1997.

de una economía de mercado) entendiéndolo como el camino eficiente hacia el desarrollo.

El término, velózmente, llegó al ámbito del Mercado de Valores, denominándose como "mercados emergentes", financieramente hablando, a aquellos mercados propios de los países que avanzaban hacia esa economía libre y que no poseían todavía un grado de sofisticación en sus operaciones (algo propio de los países industrializados) pero que eran mirados ávidamente por los inversores de los mercados más voluminosos como un campo de aplicación todavía no explotado, y que permitiría alcanzar una mayor rentabilidad y diversificación en sus carteras.

Esto empujó al alza las cotizaciones de los papeles de estos mercados emergentes, aumentando fuertemente su "capitalización". Así fue como los mercados de valores de Asia y América Latina, rotulados como emergentes por la CFI (Corporación Financiera Internacional, que es un apéndice del Banco Mundial), vieron crecer sus "capitales", multiplicándose por cuatro entre 1985 y 1991.

En este ámbito de optimismo, a medida que los inversores pudientes se sintieron inclinados a invertir en estos nacientes mercados, los gobiernos lanzaron a la venta los paquetes accionarios de sus enormes Empresas Públicas. Lo que potenció aún más el desarrollo de esos incipientes Mercados de Valores. El crecimiento de sus Indices de Bolsa fue innegable, y abrió un momento de optimismo, quizás ciego.

Sin embargo, hubo quien dudó de este fervor, considerando que la "economía real" no justificaba tal euforia : Paul Krugman, del MIT, quien publicó entre 1991 y 1994 dos textos, "The Age of diminished expectations",1994("La Era de las expectativas declinantes") y "Peddling Prosperity",1991("Los vendedores de la prosperidad") . En ambos sostiene que los países de América Latina no estaban generando un auténtico desarrollo (que se reflejara en los "papeles"

de Bolsa) sino que solamente vivían una especie de "burbuja" especulativa, pronta a explotar.

Este cuadro que acabamos de describir es aplicable al conjunto de los países latinoamericanos. Pero, a su vez, dentro de ese cuadro, existen ciertas áreas más promisorias para los inversores, esto es para el flujo de capitales. Son las áreas reservadas a las empresas de infraestructura.

Los estados americanos durante décadas han mantenido un constante déficit fiscal; y esto implica dos alternativas : (a) mayor inflación, en su momento, al cubrirse con emisión; (b) o mayor deuda pública, por financiamiento vía mercado financiero.

La lucha contra la inflación fue inclinando la balanza hacia la segunda alternativa, generándose una voluminosa deuda, que hoy es necesario pagar. En evidente crisis fiscal, las administraciones públicas no pueden hacer frente a las mejoras en la infraestructura que reclaman las exigencias del mundo de hoy. Esto, sumado a eliminar de los gastos de tesorería el financiamiento de las Empresas Públicas deficitarias, ha concluido en una marea de privatizaciones en las áreas de servicios públicos.

Lo cual intenta, además de sus evidentes propósitos fiscalistas, acabar con los habituales cortes de energía, la carencia de agua potable, las demoras en las comunicaciones telefónicas, los puertos ineficientes, el tránsito congestionado en las carreteras y la lentitud de un pésimo transporte ferroviario. Si todos estos servicios se tornasen eficientes, implicaría una reducción de costos, volviéndose más competitivos los productos de sus mercados.

Como eco de todo lo antedicho, los papeles más negociados en los mercados latinoamericanos son aquellos de las empresas del sector de infraestructura. Los procesos de privatización son una de las principales causas de la creciente liquidez de estos mercados, dada la demanda sostenida por estos papeles.

En América, como en otros lugares del mundo, los inversores tienen interés por el área de infraestructura a causa de que el volumen de sus proyectos exige cada vez más volumen de recursos, siendo, pues, un sector ávido de fondos; y, además, responden a una demanda insatisfecha y continuamente creciente (según estimaciones de M. Chrisney, del BID, los requerimientos de inversión en infraestructura para América Latina son de U\$S 60.000 millones anuales, y solamente el Mercosur deberá aplicar U\$S 200.000 millones en los próximos diez años).

Por otra parte, los administradores de estas grandes empresas miran el mercado de capitales como una fuente de cubrir las constantes necesidades de fondos para financiar nuevos proyectos. Es decir, "abren el capital" a pequeños inversores, impulsando la capacidad operativa de la empresa. A su vez, los inversores observan que en los volátiles mercados emergentes las empresas que operan en estos sectores de Capital Social Básico son más seguras (y, obviamente, contribuyen para reducir la volatilidad global del mercado).

Dicho esto, recordémonos que los movimientos de las tasas de interés afectan duramente los mercados de títulos y acciones, en especial en los mercados emergentes. Cuando el mundo vive un escenario de liquidez excedente (esto es con tasas bajas) se justifica una alta valuación de los activos financieros. Con escaso rendimiento en las tasas, los inversores están predispuestos a correr un mayor riesgo en Títulos y Acciones⁷. Cuando esa situación revierte, se reacomodan las carteras. Al elevarse el riesgo de mantener acciones o bonos, lo primero que el inversor hace es abandonar aquellos papeles que parecen más inseguros. Los sectores más firmes desde el ángulo "fundamentalista" son aquellos vinculados a la infraestructura, lo cual explica que, en estos cambios de cartera, los títulos representativos de estas empresas no sean los más castigados.

⁷ FROST Y PRECHTER El principio de la onda de Elliot.. Ed. Gesmovasa. Madrid 1.989

Pese a esta homogeneidad descrita en esta investigación, existen diferencias en los mercados americanos en cuanto a la liquidez de las acciones. Mientras en México las de mayor liquidez pertenecen a empresas privatizadas como Telmex, o a grupos privados como Televisa, que han "abierto" su capital; en Brasil la situación es inversa. Los papeles más negociados pertenecen a entes estatales o a empresas privadas con acciones preferenciales (sin derecho a voto) más que ordinarias.

I.3.- Los riesgos de la globalización en las soberanías financieras

Un hecho salta a la vista la heterogeneidad de un fenómeno que se aplica a los bienes, servicios, capitales y de manera bastante desigual. Dos de sus elementos importantes son la presión demográfica y las presiones migratorias masivas. Agregando a este panorama el peligro de que se exacerbén los conflictos comerciales, de que se multipliquen las prácticas económicas ilegales y de que estallen las crisis financieras. Bastaría con recordar que por lo menos en tres ocasiones en los últimos 10 años, al economía mundial se ha visto sacudida por el peso del endeudamiento excesivo de 1995 puso en evidencia los riesgos financieros de la globalización.

Empresas nacionales, internacionales, multinacionales o transnacionales: son compañías que mantiene operaciones importantes en mas de un país simultáneamente, pero que las administran a todas desde una base en el país originario. Ejemplo de ella podría ser Colgate – Palmolive, con operaciones en casi todos los países del globo, es la compañía más grande del mundo en el ramo de alimentos, sin embargo sus administradores adaptan sus productos a sus consumidores⁸.

Como se vuelven internacionales las empresas, pocas organizaciones empiezan siendo multinacionales. Es más común que la organización pase por

⁸ FROST Y PRECHTER El principio de la onda de Elliot.. Ed. Gesmovasa. Madrid 1.989

varias etapas para su internacionalización, y cada etapa representa una manera de realizar negocios, con mayor proximidad y contacto con los clientes de otros países. Las dos primeras etapas implican la Exportación, es decir, vender, en mercados extranjeros, bienes producidos en el país. En la primera etapa de la internacionalización, las empresas solo tratan en forma pasiva con las personas y las organizaciones del extranjero. En la segunda etapa las compañías tienen tarta directo con sus intereses en el exterior, aunque quizás sigan usando a terceros para hacerlo. En la tercera etapa los intereses internacionales dan forma a la composición global de la compañía en un sentido muy importante. Aquí pueden recurrir a licencias o franquicias que son un tipo de licencia especial en la que la compañía vende un paquete que contiene una marca registrada.

I.4.- Justificación del nuevo mercado de valores en el Ecuador

El nuevo entorno económico ofrece posibilidades extraordinarias de progreso en términos de organización, eficacia, productividad, difusión de los conocimientos, mejora del nivel de vida y acercamiento entre los hombres. En suma, puede contribuir a que se produzca en un contexto mundial un crecimiento más fuerte, mejor equilibrado y más propicio para el desarrollo de el mercado de capitales.

La globalización plantea la oportunidad de mejorar las condiciones de acceso a mercados que anteriormente se hallaban mas fragmentados. Los flujos de información, tecnología y capital de cartera han sido los que más han incrementado su movilidad y por consiguiente, constituyen los mercados donde más han mejorado las condiciones de acceso para economías con menor capacidad relativa de generación endógena. Sin embargo las condiciones para aprovechar estas oportunidades esta heterogéneamente distribuidas entre países. Un aspecto central. Por consiguiente, reside en identificar los atributos que mejoran dicha capacidad y permiten revertir los aspectos negativos heredados de comportamientos pasados.

La notable reducción de los costos del transporte y las comunicaciones ha facilitado la división del proceso productivo, permitiendo la participación de un mayor número de localizaciones geográficas según las ventajas que cada una aporta a la cadena de valor agregado. Este hecho ha ampliado las oportunidades para que economías individuales participen más activamente de las redes internacionales de producción administradas por las grandes compañías multinacionales.

El proceso de globalización también crea nuevas oportunidades en tanto incrementa la competencia, sienta las bases para el establecimiento de nuevas alianzas empresarias y sociales, y contribuye a la desarticulación de los oligopolios establecidos; permitiendo:

Crecimiento e innovación: El incremento en la demanda de títulos valores resultante estimula al mercado de capitales. Una mayor demanda produce una mejor valoración de mercado de los títulos existentes, propicia nuevas emisiones y conduce a la innovación;

Profundidad del mercado: Se logra una mayor profundidad en el mercado de capitales, como respuesta a la demanda de nuevos instrumentos requeridos tales como bonos de largo plazo de renta fija y títulos garantizados con hipotecas, que responden a sus necesidades de inversión;

Mayores inversionistas institucionales en el mercado de capitales: lo cual conduce a mejores prácticas de negociación, suministro de información y estándares de auditoría, al tiempo que obligan a incrementar la eficiencia de las bolsas de valores, que deben perfeccionar permanentemente sus sistemas de información y mecanismos de negociación.

Desintermediación financiera: A través de la adquisición de títulos representativos de deuda o capital, de manera que las empresas ya no ven solamente a las instituciones financieras como fuente de recursos de capital.

Calificación del riesgo: Los títulos valores que se adquieren deben ser calificados por empresas especializadas, lo que otorga mayor transparencia y mejora el funcionamiento del mercado de capitales;

Custodia de valores: La obligatoriedad de mantener la cartera de inversiones en custodia, permite el desarrollo de instituciones privadas de custodia de instrumentos financieros.

I.5 Mercado de Valores en el Ecuador

En 1935 se estableció en Guayaquil la denominada "Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A.", con una vida muy corta, desde mayo de 1935 a junio de 1936.

Las condiciones imperantes en aquella época al parecer no fueron propicias para el desarrollo de un mercado de valores, pese a los esfuerzos realizados por los organizadores.

En el año de 1965, se crea la Comisión de Valores - Corporación Financiera Nacional, como una institución para el desarrollo industrial, que señalaba entre sus múltiples actividades, la de promover la creación de bolsa de valores. Sin embargo, esta norma legal resultó inaplicable, por constituir un mandato aislado y por no responder a la realidad del país de ese entonces.

Posteriormente, en febrero de 1969, la Comisión Legislativa Permanente facultó, previa la autorización del Presidente de la República, el establecimiento de bolsas de valores, como compañías anónimas.

En julio de 1969 se ratificó la decisión mediante la cual el Presidente de la República dispuso el establecimiento de bolsas de valores en las ciudades de Quito y Guayaquil⁹.

⁹ MELO ESTEBAN Cuestiones Económicas No33 Banco Central del Ecuador, Quito 1997.

Finalmente, la primera Ley de Mercado de Valores fue expedida el 26 de Mayo de 1993. De acuerdo a esta Ley, el Consejo Nacional de Valores(CNV) establece la política general del mercado de valores y regula su actividad. Dicho Consejo está integrado por siete miembros, cuatro del público y tres del sector privado.

El CNV esta presidido por el Superintendente de Compañías, en su calidad de presidente, los demás miembros del sector público, son el Superintendente de Bancos , el Presidente de la Junta Monetaria y el Ministro de Finanzas. Los miembros del sector privado, son un representante de las Bolsas de Valores, otro por las administradoras de fondos u uno por los emisores inscritos en el registro del mercado de valores.

La Superintendencia de Compañías, además de administrar la Ley de Compañías, tiene también el encargo de administrar la Ley de Mercado de Valores y en este campo sus funciones básicas son:

- Ejecutar la política general del mercado de valores dictadas por el CNV.
- Inspeccionar en cualquier tiempo a las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el mercado de valores.
- Investigar las denuncias e infracciones a la Ley de Mercado de Valores, sus reglamentos y regulaciones de las instituciones reguladas por esta Ley.
- Requerir y suministrar la información referente a la actividad de las personas naturales o jurídicas bajo su control.
- Conocer y sancionar las infracciones, resoluciones y demás normas secundarias.

Existen muchos participantes en el Mercado de valores y su participación asume principalmente las siguientes modalidades :

- **EMISORES**, son compañías o entidades públicas y privadas que necesitando recursos, emiten Títulos-Valores, para venderlos directamente en el mercado y de esta forma conseguir tales recursos.
- **INVERSIONISTAS**, son aquellas personas naturales o jurídicas que disponen de recursos y optan por comprar Títulos-Valores, en busca de rentabilidad.
- **INTERMEDIARIOS**, son únicamente las Casas de valores autorizadas que realizan la función de vincular las fuerzas de oferta y demanda de recursos y de Títulos-Valores para facilitar las transacciones dentro de condiciones de organización, integración, eficiencia y transferencia.

Cualquier persona natural o jurídica puede participar en el mercado de Valores..

Principales Instituciones del Mercado de Capitales

- **LAS BOLSAS DE VALORES**, son Corporaciones Civiles organizadas que ponen a disposición del mercado el lugar de reunión, las reglas y los servicios necesarios para que las Casas de valores puedan formalizar las ofertas, demandas y transacciones de valores de sus clientes en condiciones de equidad, transparencia, seguridad y precio justo.
- **LAS CASAS DE VALORES**, son Compañías Anónimas autorizadas, miembros de las de las Bolsas de valores, cuya principal función es la intermediación además de asesorar en materia de inversiones, ayudar a estructurar el mercado y servir de agente distribuidor y colocador de las emisiones primarias.
- **DEPOSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES**, es la Compañía Anónima que se encarga de proveer de los servicios de: Depósito, custodia, conservación, liquidación y registro de transferencia de los Títulos-Valores.
Operar como una cámara de compensación.

- **LAS CALIFICADORAS DE RIESGOS**, son Sociedades Anónimas o de Responsabilidad Limitada independientes que otorgan el servicio de calificación de los riesgos implícitos en los Títulos-Valores y emisores que circulan en el mercado.
- **ADMINISTRADORAS DE FONDOS Y FIDEICOMISOS**, son instituciones que administran fondos de inversión y negocios fiduciarios. Se especializan en la administración eficiente de los Fondos de Inversión de gran tamaño que se conforman con los recursos de numerosos inversionistas aportantes, obteniendo beneficios como de grandes inversionistas.

En negocios fiduciarios se encargan de administrar bienes muebles o inmuebles corporales o incorporeales, que existen o se espera que existan, a favor del inversionista o de un tercero.

Mecanismos que Hacen Funcionar al Mercado de Valores

Existen mecanismos idóneos que aseguran la transparencia, equidad y eficiencia de las negociaciones de Títulos-Valores, ellos son:

- **EL REGISTRO NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, es el sistema en el que se inscribe los Títulos-Valores emisores, intermediarios y demás antes que participan en el Mercado de Valores y le proveen de suficiente información, la misma que es de carácter público y se mantiene permanentemente actualizado.
- **LA OFERTA PUBLICA**, es la propuesta abierta y transparente que se hace dando a conocer la firme decisión de comprar o vender Títulos-Valores en el mercado organizado. Tal propuesta así como la correspondiente información de apoyo, debe llegar a todos los participantes en condiciones de igualdad, oportunidad y veracidad.

- **LA CALIFICACION DE RIESGO**, es la opinión especializada e imparcial sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos grado de riesgo-de sus Títulos-Valores que se negocian en el Mercado de Valores.

- **LA RUEDA DE BOLSA**, es el mecanismo público que posibilita el encuentro organizado y sistemático de las Casas de valores que actúan a nombre propio o por encargo de clientes, comprando y vendiendo Títulos-Valores. Existen dos clases de Rueda de Bolsa:

La Rueda de Piso lugar donde concurren físicamente los oferentes y demandantes para realizar las negociaciones mediante el sistema de Viva Voz.

La Rueda Electrónica es el sistema de negociación de Títulos-Valores mediante terminales de computación instalados en las propias oficinas de los intermediarios.

- **EL FONDO DE INVERSIÓN**, es la reunión de los recursos de varios inversionistas que pueden ser personas naturales o jurídicas que conforman un solo patrimonio para ser administrado profesionalmente e invertir en la cámara de Títulos -Valores

LA INFORMACIÓN Y DIFUSIÓN permite conocer en forma veraz, oportuna e integral la información relativa a los valores, emisores y demás participantes en el Mercado de Valores.

Control en este Mercado

La regulación y control del mercado de valores corresponde a varias instituciones e instancias y se concreta en la expedición de normas que facilitan el funcionamiento ordenado y equitativa del mercado, que permitan el control y supervisión efectivos. Tales instituciones son:

- Consejo nacional de valores
- Superintendencia de Compañías
- Bolsas de Valores
- Casas de valores

Así se asegura la transparencia del mercado y la confianza en sus mecanismos e instrumentos.

CAPITULO II

SIGNIFICADO DEL MERCADO FINANCIERO Y DEL MERCADO DE VALORES

II.1.- Sistema Financiero

El Sistema Financiero es el marco institucional donde se reúnen oferentes y demandantes de fondos para llevar a cabo ¿una transacción?. Está formado por el conjunto de mercados financieros, activos financieros, intermediarios financieros,...¹⁰, y cuya finalidad principal es la de transmitir el ahorro de las unidades de gasto que poseen ese ahorro hacia las unidades con déficit de ahorro.

Las unidades de Gasto con Superávit en el ámbito agregado son las familias.

Las unidades de Gasto con Déficit en el ámbito agregado son las empresas y los organismos públicos.

Intermediarios Financieros y Agentes Especialistas.

Los Agentes Especialistas ponen en contacto a las familias que tienen recursos, con aquellas empresas que necesitan dichos recursos. Hay que equilibrar la voluntad de invertir con la necesidad que tienen las empresas.

Los Agentes Especialistas buscan a esas unidades de Gasto con Superávit el lugar que se adecue a su voluntad de inversión. Todo ello es costoso, por tanto, recibirá una serie de comisiones.

¹⁰ RHIEL H. & RODRIGUEZ R.M. Mercados de Divisas y Mercados de Dinero Edición en Español, Mc Graw Hill, España 1990.

Los recursos que salen de la unidad de Gasto con Superávit llegan en la misma cantidad a la unidad de Gasto con Déficit. Los Agentes Especialistas tan sólo cobran una serie de comisiones, pero sin tocar los recursos, ni los títulos financieros.

Los Intermediarios Financieros (Bancos, Cajas de Ahorro,...) reciben el dinero de las unidades de Gasto con Superávit, mientras que dichos Intermediarios Financieros ofrecen a las empresas recursos a más largo plazo. y de una cuantía superior a la recibida por una sola unidad de Gasto con Superávit,¹¹ de modo que realiza una transformación de los recursos recibidos por las familias. El banco paga un tipo de interés a las familias mucho más pequeño que el que cobrará a la empresa que pida el préstamo.

También se produce una transformación de los títulos financieros.

Si suponemos un Fondo de Inversión: las familias ponen sus recursos en el fondo de inversión para poder participar en los beneficios de dichos fondos, es decir, la familia da un dinero por unas participaciones. El fondo de inversión ofrece dicho dinero junto con el de otras familias a la unidad de Gasto con Déficit, la cual a cambio entrega unos títulos a cambio de dichos recursos. Esos títulos van a formar parte de la cartera del fondo de inversión de renta variable. Pero el fondo de inversión no ofrece dichos títulos de la unidad de Gasto con Déficit, sino que ofrece unas participaciones que dependerán de la cartera del fondo de inversión.

Clasificación de los Agentes Especialistas:

Brokers : siempre actúan por cuenta ajena (unidad de Gasto con Superávit) cobrando una cierta comisión.

¹¹ ROSS STEPHEN, WESTERFIELD RANDOLPH & JAFFE JEFFREY Finanzas Corporativas Versión Española de José Julián Díaz Tercera Edición, IRWIN, España 1995.

Dealers : son brokers que además pueden actuar por cuenta propia.

Creadores de Mercado (Market-Markers): son dealers que se especializan en determinados mercados financieros, sólo actúan en mercados dirigidos por los precios. Los Creadores de Mercados dan unos precios de compra y de venta, y están obligados a comprar y vender siempre a esos precios dados por ellos mismos.

II.1.1 Mercados financieros

El Mercado Financiero es el lugar, mecanismo o sistema en el cual se compran y venden cualquier activo financiero.

Los mercados financieros pueden funcionar sin contacto físico, a través de teléfono, fax, ordenador. También hay mercados financieros que si tienen contacto físico, como los corros de la bolsa.

La finalidad del mercado financiero es poner en contacto oferentes y demandantes de fondos, y determinar los precios justos de los diferentes activos financieros.

Las ventajas que tienen los inversores gracias a la existencia de los mercados financieros son la búsqueda rápida del activo financiero que se adecue a nuestra voluntad de invertir, y además, esa inversión tiene un precio justo lo cual impide que puedan timar.

El precio se determina del precio de oferta y demanda. Otra finalidad de los mercados financieros es que los costes de transacción sea el menor posible. Pero debemos insistir en que la finalidad principal es determinar el precio justo del activo financiero, ello dependerá de las características del mercado financiero.

Cuanto más se acerque un mercado financiero al ideal de mercado financiero perfecto, el precio del activo estará más ajustado a su precio justo.

II.1.2 Características de los Mercados Financieros

Amplitud : número de títulos financieros que se negocian en un mercado financiero. Cuantos más títulos se negocien más amplio será el mercado financiero.

Profundidad : existencia de curvas de oferta y demanda por encima y por debajo del precio de equilibrio que existe en un momento determinado.

Si existe gente que sería capaz de comprar a un precio superior al precio y si existe alguien que está dispuesta a vender a un precio inferior.

Libertad : si existen barreras en la entrada o salida del mercado financiero.

Flexibilidad : capacidad que tienen los precios de los activos financieros, que se negocian en un mercado, a cambiar ante un cambio que se produzca en la economía.

Transparencia : posibilidad de obtener la información fácilmente. Un mercado financiero será más transparente cuando más fácil sea obtener la información. Un mercado cuanto más se acerque a esas características, más se acerca al ideal de mercado financiero perfecto. No existe ningún mercado financiero que sea perfecto. El concepto de mercado financiero perfecto aparece como unidad de medida, para comparar los distintos mercados financieros.

Características del Mercado Financiero Perfecto:

- Gran cantidad de agentes que intervienen tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda. De forma que nadie puede influir en la formación del precio del activo financiero.
- Que no existan costes de transacción, ni impuestos, ni variación del tipo de interés, ni inflación.

- Que no existan restricciones ni a la entrada ni a la salida del mercado financiero.
- Que exista perfecta información, que todos sepan lo mismo
- Los activos sean divisibles e indistinguibles.

~

II.1.3 Clasificación de los Mercados Financieros

- **Directos e Indirectos:**
 - Directos : las familias van directamente a las empresas y les ofrecen sus recursos.
 - Indirectos : cuando en el mercado aparece algún intermediario (agentes financieros, intermediarios financieros).
- **Libres y Regulados:**
 - Libres : no existe ninguna restricción (ni en la entrada, ni en la salida del mercado, ni en la variación de los precios).
 - Regulados : existen ciertas regulaciones o restricciones, para favorecer el buen funcionamiento del mercado financiero.
- **Organizados y No inscritos:**
 - Organizados : cuenta con algún tipo de reglamentación.
 - No inscritos: no cuentan con una reglamentación (OTC o extrabursátiles).
- **Primarios y Secundarios:**
 - Primarios : “Representa el mercado que trata con obligaciones financieras recientemente emitidas”¹².
 - Secundarios : “Es un mercado en donde se comercian los valores pendientes o existentes entre inversionistas”¹³.

¹² FABOZZI Frank. Mercados e Instituciones Financieras, pag 7

¹³ Idenm Cit

Centralizados y Descentralizados:

- Centralizados : existe un precio único y, básicamente, un lugar único de negociación (mercado continuo español).
- Descentralizados : existen varios precios para el mismo activo financiero (las bolsas de valores en España).

○ **Dirigidos por Ordenes o por Precios:**

- Dirigidos por Ordenes: mercado de valores en Ecuador, tanto continuo como las bolsas. (Ejem: te ordeno que compres esas acciones cuando bajen a 3000 dólares por acción).
- Dirigidos por Precios: es importante la figura del creador de mercado, que se dedican a dar precios de compra y de venta, entonces uno compra o vende según le parezca pero al precio lanzado al mercado. Este proceso da liquidez al mercado. (Ejem: el creador compra a 190 y vende a 200).

○ **Monetarios y de Capital:**

- Monetarios : mercados al por mayor donde se "negocian títulos a corto plazo." y los volúmenes de negociación son muy elevados.
- De Capital: se negocian títulos a más largo plazo.

II.2.- Mercados Monetarios

Concepto:

El Mercado Monetario es un mercado al por mayor, donde se negocian activos de bajo riesgo y de alta liquidez, donde prácticamente no existe regulación financiera y en el que se negocian activos a corto plazo¹⁴.

Bajo riesgo: porque el Estado es el que emite los activos.

Alta liquidez: porque existen mercados secundarios muy potentes.

Funciones del Mercado Monetario:

- Eficiencia en las decisiones de financiación de los agentes económicos.
- Financiación ortodoxa del déficit por parte del Estado.
- Logros de los objetivos de política económica. El Estado utiliza el mercado monetario para alcanzar sus objetivos de política económica.

Clasificación del Mercado Monetario:

Mercado de Crédito:

- **Mercado Interbancario:** Mercado muy especializado con operatoria al por mayor y a muy corto plazo. Se negocian depósitos de dinero a muy corto plazo. (incluso a un día, teniendo como máximo plazo de depósito a 1 año). En el Mercado Interbancario se fija el tipo de interés de oferta en el mercado interbancario.

Otro tipo de operaciones que se realiza es la Operatoria REPO, normalmente se realiza mediante letras del tesoro. Es un acuerdo por el que se vende un título financiero (mayormente letras del tesoro), pero en la que la persona que lo vende se compromete a comprarlo con una fecha y un precio de recompra determinados.

Papel Comercial.- Las empresas grandes y de buena reputación en ocasiones toman prestado sobre una base de corto plazo mediante el papel comercial y

otros instrumentos del mercado de dinero. El papel comercial representa un pagaré negociable, no garantizado, a corto plazo que se vende en el mercado de dinero. Debido a que estos documentos no están garantizados y son un instrumento del mercado de dinero, sólo las empresas dignas de crédito están en posibilidad de utilizar el papel comercial como una fuente de financiamiento a corto plazo.

El mercado del papel comercial está compuesto de dos partes: el mercado de los intermediarios y el mercado de la colocación directa. Las empresas industriales, las de servicios públicos y las empresas financieras de tamaño medio venden papel comercial a través de intermediarios. La organización de intermediarios está compuesta por media docena de grandes inversionistas que adquieren papel comercial del emisor y a su vez lo venden a otros inversionistas menores. La comisión típica que gana el intermediario es del 1/8% y los vencimientos sobre el papel colocado por intermediarios oscila en general entre los 30 y 90 días. El mercado está en extremo organizado y sofisticado; por lo general, el papel se vende en denominaciones de \$100,000.

Aunque en el pasado el mercado de intermediarios ha estado caracterizado por un importante número de emisores que toman dinero prestado sobre una base estacional, la tendencia definitivamente es hacia el financiamiento sobre una base revolvente o más permanente.

Varias empresas financieras grandes, como es el caso de General Motors Acceptance Corporation (GMAC), evitan la utilización de intermediarios favoreciendo la venta directa de su papel a los inversionistas. Estos emisores adaptan tanto el vencimiento como el importe del documento a las necesidades de los inversionistas, en su mayor parte grandes empresas con sobrantes de efectivo. Los vencimientos en el papel colocado en forma directa pueden oscilar desde unos pocos días hasta 270 días. A diferencia de muchos

¹⁴ ROSS STEPHEN, WESTERFIELD RANDOLPH & JAFFE JEFFREY Finanzas Corporativas Versión Española de José Julián Díaz Tercera Edición, IRWIN, España 1995.

emisores industriales, las empresas financieras usan el mercado del papel comercial como una fuente permanente de fondos. Tanto el papel colocado por intermediarios como el colocado en forma directa se clasifican en cuanto a su calidad por una o más de las agencias clasificadoras independientes (Moody's, Estándar & Poor's y Fitch's). Las clasificaciones máximas son P-1, A-1 y F-1 para las tres agencias, respectivamente. Sólo recibe acogida favorable en el mercado el papel de grado 1 y 2.

La principal ventaja del papel comercial como una fuente de financiamiento a corto plazo es que, por lo general, es más barato que un préstamo comercial a corto plazo de un banco comercial. Dependiendo del ciclo de la tasa de interés, la tasa sobre el papel comercial es de 1 a 6% menor que la tasa prima para préstamos bancarios a los deudores de más alta calidad. Para gran parte de las empresas, el papel comercial es completamente del crédito bancario. De hecho, los negociantes de papel comercial exigen que los deudores mantengan líneas de crédito en los bancos para compensar el uso del papel comercial.

Esto permite asegurar aún más que se pagarán los préstamos en papel comercial. Sin embargo, en general, el crecimiento del papel comercial y de otros mercados de dinero ha sido a expensas de los préstamos bancarios. La parte del mercado del financiamiento corporativo total disfrutada por los bancos ha declinado con el tiempo.

En lugar de emitir papel "independiente", algunas empresas emiten lo que se conoce como papel comercial "respaldado por bancos". En este caso, y mediante un pago, un banco brinda una carta de crédito que garantiza al inversionista que la obligación de la empresa será pagada. La calidad de la inversión entonces depende del valor crediticio del banco y el papel se clasifica como tal por las agencias clasificadoras. Por facilitar el convenio de carta de crédito el banco carga honorarios de compromiso sobre el crédito máximo que brindará. Para las empresas poco conocidas, como es el caso de las que no se cotizan en bolsa de valores, así como empresas cuya clasificación de crédito

no llegaría a ser de primera calidad si intentaran emitir papel independiente, el convenio respaldado por el banco puede tener mucho sentido. le permite el acceso al mercado de papel comercial en momentos en que el costo total es menor que los préstamos directos en el banco.

Aceptaciones bancarias.-

Para una empresa dedicada al comercio en el extranjero o el almacenamiento y embarque nacional de ciertos bienes realizables, las aceptaciones bancarias pueden ser una buena fuente de financiamiento. Cuando una empresa estadounidense desea importar \$100,000 de componentes electrónicos de una empresa de Japón, las dos empresas convienen en usar para el pago de la operación un giro a 90 días. La empresa estadounidense contrata una carta de crédito con su banco mediante la cual el banco acepta liquidar los giros extendidos sobre la empresa cuando sean presentados a través de un banco japonés. La empresa japonesa embarca las mercancías y al mismo tiempo extiende un giro ordenándole a la empresa estadounidense pagar en 90 días.

Entonces le lleva el giro a su banco japonés. Según se convino previamente, se envía el giro al banco estadounidense que lo acepta. En este momento se convierte en una aceptación bancaria. En esencia el banco acepta la responsabilidad del pago, con lo cual constituye su valor de crédito por el del girado por la empresa estadounidense.

Si el banco es grande y bien conocido (y la mayor parte de los bancos que aceptan giros lo son) el instrumento se vuelve altamente negociable una vez aceptado. Como resultado de esto, el girador, la empresa japonesa, no tiene que conservar el giro hasta la fecha final de vencimiento, puede venderlo en el mercado por menos de su valor nominal. El descuento que se realice representa el pago de intereses para el inversionista. Al final de los 90 días el inversionista presenta la aceptación al banco aceptador para su pago y recibe \$100,000. En estos momentos la empresa estadounidense está obligada a tener fondos en depósito para cubrir el giro. Por tanto, ha financiado su importación durante un período de 90 días. Probablemente el exportador japonés hubiera cargado un precio menor si el pago se hiciera al momento del embarque. En este sentido la empresa estadounidense es el prestatario.

La existencia de un mercado activo y viable de aceptaciones bancarias hace posible el financiamiento del comercio internacional a tasas de interés que se aproximen a las del papel comercial. Aunque los principios mediante los cuales se crea la aceptación son los mismos para el comercio extranjero y el nacional, un a parte más pequeña del total de las aceptaciones bancarias por pagar son nacionales. Además del comercio, el financiamiento nacional por aceptaciones se utiliza en relación al almacenamiento de cosas como los cereales. El banco que participa en la operación adelanta fondos sobre la base de un giro de la empresa. Al “aceptar” el giro, éste se puede vender en el mercado de aceptaciones bancarias. El costo por intereses del prestatario es la tasa que recibe el inversionista más los honorarios al banco y al intermediario. En los años recientes las aceptaciones bancarias se han incrementado grandemente según más empresas reconocen la utilidad de esta forma de financiamiento

Mercado de Títulos:

Primarios : “Representa el mercado que trata con obligaciones financieras recientemente emitidas”¹⁵.

Mercado Secundario:

Bolsa de Valores: los títulos cambian de manos fácilmente.

Mercado de Deuda Pública: El Mercado de Deuda Pública funciona vía teléfono, se negocia deuda publica representada mediante anotaciones en cuenta y valores emitidos por los organismos públicos y otras instituciones nacionales e internacionales que estén autorizados por el Ministerio de Economía Los títulos no tienen ningún soporte físico, son meras anotaciones en cuenta, las cuales las realizan o gestionan la Central de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado que gestiona el Banco Central del Ecuador. Se encarga de la emisión, amortización y pagos de intereses de toda la emisión de títulos, así como, la de organizar todo el mercado.

¹⁵ FABOZZI Frank. Mercados e Instituciones Financieras, pag 7

II.3.- Mercados de Capitales

II.3.1.-Mercados de Valores

BOLSA DE VALORES son mercados secundarios oficiales, destinados a la negociación exclusiva de las acciones y valores convertibles o que otorguen el derecho de adquisición o suscripción. Existe la posibilidad de que en el futuro se negocien otros títulos de renta fija o variable¹⁶.

Funciones Económicas de las Bolsas de Valores:

- **Función de Liquidez:** facilidad de transformar ese activo financiero en dinero. Dotar de liquidez a los activos que en ese mercado se negocien.
- **Función de Inversión:** las empresas se aprovechan de ese mercado de valores haciéndolo primario pero sin olvidar que la Bolsa de Valores es un mercado secundario. El mercado secundario favorece que el ahorro se destine hacia inversiones de carácter productivo.
- **Función de Participación:** las participaciones otorgan a su titular el derecho de voto en las negociaciones.
- **Función de Valoración (muy importante)** el valor de una empresa sería la suma total de la cotización en un momento determinado de sus acciones.
- **Función de Circulación:** ese mercado de valores facilita la circulación y movilidad de la riqueza mobiliaria.
- **Función de Información:** depende de que la economía vaya bien o mal.
- **Función de Protección frente al Ahorro:** si inviertes en acciones los flujos que te van a pagar en el futuro son inciertos, no se saben. Pero si los precios suben, los beneficios (dividendos) que paga la empresa no pierden valor.

¹⁶ CODINA CASTRO, JOSE Manual de análisis técnico. Ed. Inversor ediciones S.L. Madrid 1.997

II. 3.2 Los Activos Financieros

Activo Financiero es un activo intangible que poseemos y que tiene cierto valor da cambio.

Activos Tangibles son aquellos activos cuyo valor depende de sus propias características (edificio, mesa, solar,...).

Activos Intangibles son aquellos activos financieros cuyo valor no depende de sus características y, proporcionan unos derechos legales sobre unos beneficios futuros.¹⁷

Características de los Activos Financieros:

Liquidez : es fácil transformar un activo financiero en un valor líquido (dinero). La liquidez la proporciona el mercado financiero donde el activo financiero se negocia.

Rentabilidad : capacidad de obtener resultados. La rentabilidad de los activos financieros la obtendremos bien en cobros de dividendos o a través de ganancia de capital.

En los activos de Renta Fija la rentabilidad se va a obtener vía intereses.

Riesgo : solvencia del emisor del activo financiero para hacer frente a todas sus obligaciones. Cuanto mayor es el riesgo que tu asumes en un activo financiero, mayor es la rentabilidad que se espera obtener. El riesgo se mide a través de la volatilidad. La volatilidad se mide a través de la desviación típica.

II.3.3 Activos Financieros de Renta Variable (Acciones):

Con un Activo Financiero de Renta Variable no se sabe de ante mano los beneficios o flujos que proporcionará dicho activo de renta variable.

Mientras que los Activos Financieros de Renta Fija¹⁸ (obligaciones, bonos,...) sabemos en el momento de compra que es lo que vamos a recibir hasta el fin de dicho activo financiero de renta fija.

¹⁷ JORION PHILIPPE Value at Risk Mc.Graw-Hill Companies Inc., USA 1997

En la actualidad no es tan clara la diferencia entre activos financieros de Renta Fija y de Renta Variable.

Acciones : parte alícuota de capital social de una empresa. Las acciones conceden a su poseedor la condición de socio, y tiene los siguientes derechos y obligaciones

Derechos y obligaciones de los accionistas

Derechos de los accionistas:

Participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación en proporción al número de acciones.

Derecho de suscripción preferente de nuevas acciones cuando la empresa realice una ampliación de capital. Este derecho trata de salvaguardar al viejo accionista de lo que había renunciado de beneficios para que se quedase en la empresa como reservas, las cuales se repartirían a partir de la ampliación de capital entre todas las acciones, incluso las nuevas, en caso de una liquidación de la empresa, con lo cual el viejo accionista saldría perdiendo si no sigue teniendo el mismo porcentaje de la empresa. En ningún caso, un derecho de suscripción supone una ganancia de capital para el viejo accionista. En el caso de no hacer uso de dicho derecho, el viejo accionista pierde proporción en las reservas de la empresa, y en la propia totalidad de la empresa.

Obligaciones de los accionistas:

El accionista tiene la obligación de pagar totalmente la suscripción de las acciones.

Responsabilidad por las pérdidas y deudas de la empresa, pero únicamente con el capital aportado.

¹⁸ RHIEL H. & RODRIGUEZ R.M. Mercados de Divisas y Mercados de Dinero Edición en Español, Mc Graw Hill, España 1990.

II.3.4 Tipología de las acciones

Atendiendo a la titularidad de las acciones:

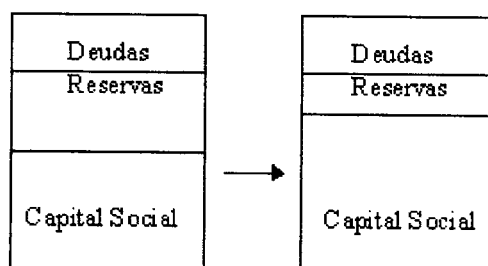
- Acciones Nominales.
- Acciones al portador.
- Atendiendo al precio de emisión:
- Acciones emitidas a la par
- Acciones emitidas con prima de emisión
- Acciones emitidas sobre la par ó acciones emitidas con prima de emisión
- Acciones emitidas bajo la par ó acciones emitidas con quebranto de emisión

Atendiendo a sí son acciones ordinarias o, privilegiadas ó preferentes:

- Acciones Ordinarias.
- Acciones Privilegiadas o Preferentes: tienen algún derecho adicional sobre los derechos que proporciona una acción ordinaria (por ejemplo: recibir dividendos siempre que haya beneficios en las empresas). También pueden tener un efecto negativo a cambio de un efecto positivo, como pudiera ser el no poder asistir a las Juntas Generales a cambio de participar en los dividendos siempre que la empresa obtenga beneficios.

Atendiendo a la forma de desembolso:

- Acciones Numerario: el desembolso se realiza en efectivo.
- Acciones de Aportación: el desembolso se realiza en especie (aportar maquinaria, terrenos,...).
- Acciones Liberadas: son aquellas que se emiten por debajo de su nominal. Se emiten como forma de pago a los trabajadores de la propia empresa. Si las acciones se otorgan totalmente gratis se denominan Acciones Totalmente Liberadas. La empresa compensa la diferencia entre el precio de emisión y el nominal a cargo a Reservas.



- **Títulos Fundador:** son aquellas acciones que se emiten para compensar a los fundadores o promotores de la empresa por los servicios prestados.

11.3.5 Emisión de acciones

Existen unos requisitos o condiciones mínimas que deben cumplir todas las empresas. Y estas son:

- Comunicarle a la Comisión Nacional del Mercado de Valores del Ecuador el proyecto de emisión de cualquier valor (acciones, obligaciones,...).
- Exigencia y registro de una auditoria independiente de los estados financieros de la empresa, cuyo alcance o contenido se determinará de forma reglamentaria. Toda esta información se considera información pública y se depositará en un registro oficial.
- Presentar un folleto informativo , el cual contendrá información sobre los valores que emite la empresa. También quedarán recogidas las conclusiones de la auditoria independiente. Así como, el modo de colocación de los valores, es decir, el sistema de colocación que sigue la empresa. En definitiva, en el folleto informativo se va a recoger toda la información que sea importante para el inversor, para poder juzgar con fundamentos esa inversión.
- Que transcurran unos plazos mínimos entre los requisitos anteriores.

La emisión de acciones se realiza a través de:

- Colocar las acciones a Inversores Institucionales (bancos, cajas de ahorros, fondos de inversión, aseguradoras,...). Esta vía de colocación directa es la preferida por la empresa. Por ser la más rápida y, no utiliza ningún tipo de agente que le cobre comisión por colocar las acciones.
- Colocar las acciones a Inversores Individuales. Esta forma normalmente no se utiliza.
- Colocar las acciones a través de un agente especialista. Este agente puede llegar a acuerdos con las empresas con respecto a la forma de colocar las acciones:
- Venta en Firme: El agente especialista compra todas las acciones y, las vende a un precio superior obteniendo beneficios. La empresa pasa el riesgo de colocación al agente especialista.
- Venta en Comisión: El agente especialista actúa como comisionista de cada acción colocada. El riesgo de colocación de las acciones lo tiene la empresa.
- Acuerdo Stand-by: La empresa vende las acciones al agente especialista, el cual revenderá las acciones. Pero en el caso de no poder colocar todas las acciones, fijará un precio inferior al que le compró las acciones a la empresa y, se las venderá a la empresa a ese precio.

II.3.6 Factores que determinan el éxito de la ampliación de capital

- Determinar el precio de emisión y el volumen. El precio de emisión siempre será menor que el precio de cotización.
- Forma en que están repartidas las viejas acciones. En primer lugar las acciones van dirigidas a los que tienen derechos de suscripción, de modo que si hay pocos accionistas, y unos cuantos de ellos no quieren participar en esa ampliación de capital, entonces nos encontramos con una dificultad a la hora de tener éxito en la ampliación de capital.

Mientras que si hay muchos accionistas, vemos que a mayor número de accionistas mayor posibilidad de tener éxito en dicha ampliación de capital.

- Elección de un buen especialista (banco,...) y una buena publicidad.
- Elección del momento adecuado (mejor en una fase de crecimiento económico).

II.3.7 Activos Financieros de Renta Fija (Obligaciones):

Obligación : es la parte alícuota de un empréstito.

Empréstito : es un préstamo que se divide en partes (tantas como obligaciones hayan).

En las obligaciones aparecen muchos acreedores que tienen derecho sobre la parte alícuota de un empréstito concedido a la empresa.

Características de las Obligaciones:

- El propietario de una obligación es un acreedor de la empresa.
- Las obligaciones nacen para ser amortizadas.
- El rendimiento de las obligaciones no depende de los resultados de las empresas y, están estipulados contractualmente.
- El obligacionista tiene derecho a que se le devuelva íntegramente el capital prestado.
- El obligacionista sólo tiene derecho de carácter económico.
- El riesgo de las obligaciones es inferior al de los activos de renta variable.

Tipología de las Obligaciones:

Atendiendo a los derechos que incorporan:

- **Obligaciones Ordinarias:** características vistas hasta el momento.

- **Obligaciones Especiales:** tienen algún aspecto diferenciador con las ordinarias, y son:
 - Obligaciones Participativas: aquellas obligaciones donde el emisor de las obligaciones (la empresa) le asegura al obligacionista un tipo de interés fijo más un tipo de interés variable, que dependerá de sí la empresa obtiene beneficios o si no los obtiene
 - Obligaciones Indiciadas: aquellas obligaciones donde el tipo de interés que nos va a pagar la empresa viene referenciado respecto algún índice que recoga la evolución de la inflación en la economía (índice LIBOR).
 - Obligaciones con tipo de interés Variable: aquellas obligaciones donde se fijan de forma contractual diferentes tipos de intereses

- **Obligaciones Convertibles:**
 - Obligaciones Convertibles propiamente dichas: dan la posibilidad de transformar las obligaciones en acciones de la propia empresa. Si el obligacionista decide convertir, se aumentará el capital social de la empresa y, se amortizará la obligación.
 - Obligaciones Canjeables: pueden canjear esas obligaciones por otros títulos, ya sean otras obligaciones o acciones de la empresa o de otra empresa filial. En este caso no se produce una ampliación de capital social, sino que a la empresa le tocará desembolsar alguna de las acciones que tenía en cartera o bien comprar dichas acciones.
 - Obligaciones con Opción: son obligaciones que llevan incorporado un derecho adicional, el cual hace referencia a poder comprar acciones de la propia empresa durante un periodo determinado. Son dos títulos en un mismo valor. Aunque compremos acciones, se debe producir la amortización de las

obligaciones, es decir, el hacer uso de uno de sus derechos no elimina el otro.

Ventajas del inversor al comprar Obligaciones Convertibles:

Es un título financiero que ofreciéndole unas características muy similares a las que ofrece un título de renta fija, además, deja abierta la posibilidad de poder convertirlo en un título de renta variable¹⁹.

El riesgo es menor que un título de renta variable, ya que, en caso de quiebra el obligacionista cobrará antes que el accionista.

El obligacionista convertirá las obligaciones en acciones sin ningún tipo de coste para el inversor, si considera que las expectativas de la empresa se han cumplido.

Este tipo de obligaciones tiene un coste para el obligacionista, dicho coste es la *Prima de Conversión*:

Prima de Conversión = Precio de Emisión de la - Valor de Conversión
Obligación Convertible

Valor de Conversión = Relación de Conversión * Cotización de las Acciones

$$\text{Relación de Conversión} = \frac{\text{Precio de Emisión de las Acciones}}{\text{Precio de Conversión}}$$

La Relación de Conversión viene a recoger el número de acciones que la empresa entrega en la conversión.

Cuando la Prima de Conversión es negativa el obligacionista sale ganando.

La empresa va a procurar determinar un Precio de Conversión por encima de la Cotización de las Acciones.

¹⁹ DIEZ DE CASTO L & MASCAREÑAS J. Ingeniería Financiera Segunda Edición, McGraw-Hill/Interamericana de España S.A., México 1994

Ventajas que puede tener una empresa al emitir Obligaciones Convertibles:

1. Se produce una menor dilución de las reservas, que si hubiese emitido acciones mediante una ampliación de capital. A las obligaciones convertibles también se les llama capital propio diferido.
2. La empresa siempre va a fijar un precio de conversión superior a la cotización de las acciones.
3. Las Obligaciones Convertibles tienen las mismas características que las Obligaciones Ordinarias, pero además nos dan un derecho de poder convertir las obligaciones en acciones.
4. La empresa va a fijar el precio de las Obligaciones Convertibles por encima del precio de las obligaciones Ordinarias, y también, va a fijar un tipo de interés menor debido a los derechos que conlleva.

Concepto de Prima de Mercado :

Prima de Mercado = Precio Obligación Convertible - Precio Obligación Ordinaria.

Existe una relación funcional negativa entre Prima de Mercado y Prima de Conversión.

A mayor Prima de Mercado, menor Prima de Conversión, y viceversa.

Precio Obligación Convertible = Precio Obligación Ordinaria + Valor de la Obligación como opción

Si el Precio de Conversión es mucho mayor que la Cotización de la Acción, disminuye mucho el Valor de la Obligación como opción, y además, la Prima de

Conversión es positiva, lo cual quiere decir que la conversión está a favor de la empresa y en contra del obligacionista²⁰.

En definitiva:

Prima de Mercado = Valor de la obligación como opción

Amortización de las Obligaciones:

Existen básicamente tres formas de rescatar las obligaciones que ha emitido una empresa:

1. Amortizar de acuerdo con las escrituras de emisión, donde una empresa puede incluir las condiciones para la amortización anticipada.
2. Comprarlas en bolsa y amortizarlas.
3. En el caso de Obligaciones Convertibles, la conversión.

II.3.8.- Mercado bursátil

Nuestro sistema financiero esta conformado por dos grandes sectores: El Mercado de Dinero y el Mercado de Capitales.

Mercado de Dinero.- Es aquel en el que se negocian obligaciones de corto plazo y sirva básicamente para proveer fondos que faciliten la producción de bienes o servicios en un sistema económico.

El Mercado de Capitales.- Es aquel en el que se movilizan recurso de mediano y largo plazo orientados a la formación de capital fijo.

Las instituciones de Mercado de Capitales están constituidas por la Banca de fomento Estatal y Privada, las empresas financieras públicas y Privadas,

²⁰ DIEZ DE CASTO L & MASCAREÑAS J. Ingeniería Financiera Segunda Edición, McGraw-Hill/Interamericana de España S.A., México 1994

entidades de ahorro y préstamo, cooperativas, compañías de seguros y capitalización y las Bolsas de Valores.

Forma parte de este sector el mercado de valores al cual concurren estas instituciones conjuntamente con las empresas para colocar sus acciones, obligaciones y otros títulos valores con la finalidad de ofrecerlos a los inversionistas y obtener así los recursos necesarios para el logro de sus objetivos.

El mercado de Valores viene hacer el mecanismo que facilita la emisión, colocación y distribución de los títulos valores. La oferta en este mercado la conforman el conjunto de títulos emitidos por el estado y las empresas tanto públicas como privadas.

La demanda la constituyen los ahorros disponibles para inversión, tanto de personas naturales como jurídicas.

El mercado de Valores esta formado por el mercado Primario y el Mercado Secundario.

II.3.9.- Mercados primarios

“Representa el mercado que trata con obligaciones financieras recientemente emitidas”²¹.

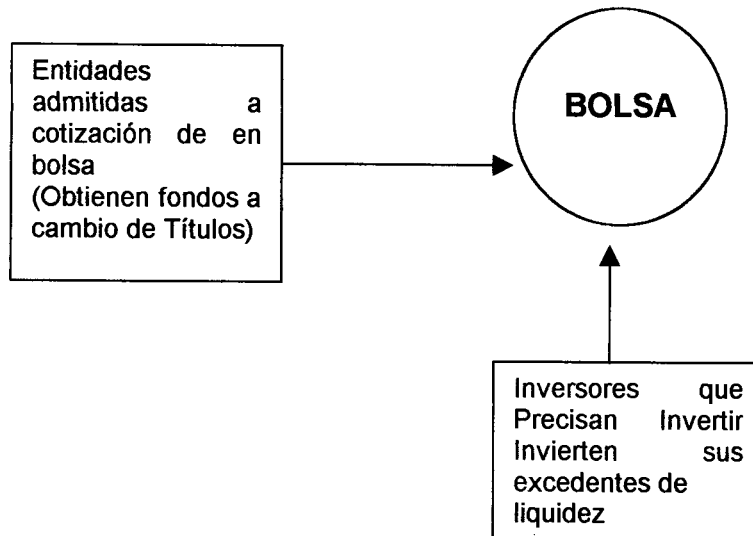
El mercado primario también llamado Mercado de Emisiones se da cuando las entidades admitidas a cotización en bolsa emiten acciones y obligaciones que son adquiridas por los inversionistas.

En el mercado Primario se relacionan las entidades demandantes de fondos con los oferentes de fondos o inversionistas.

En este mercado se podrían distinguir dos mercados muy diferenciados: el de Emisión de Acciones y el de Emisión de Obligaciones.

²¹ FABOZZI Frank. Mercados e Instituciones Financieras, pag 7

Esquema de Funcionamiento del Mercado Primario



Elaborado: Sergio Apolo

II.3.10- Mercado Secundarios

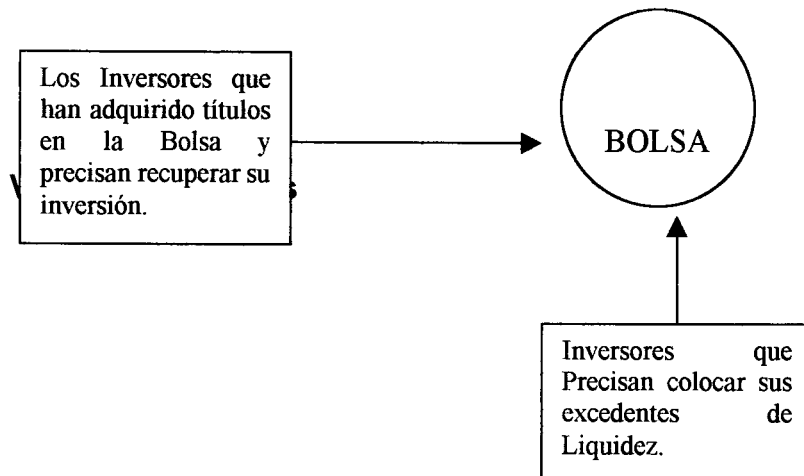
En el mercado secundario se compran y venden títulos ya emitidos.

En este mercado donde se pueden negociar los títulos de entidades que coticen en bolsa y el precio de las transacciones (o cotizaciones) se fija a través del juego de la oferta y la demanda. Al mercado secundario se le denomina también Bolsa de Valores.

El mercado primario y secundario están totalmente relacionados y para que la Bolsa funcione de forma óptima se precisa que cada uno de los dos mercados esté bien desarrollado.

El mercado secundario proporciona al inversionista la posibilidad de recuperar sus ahorros en el momento en que lo desee. De esta forma se consigue que la inversión en Bolsa tenga una buena liquidez²².

Esquema de Funcionamiento del Mercado Secundario



Elaborado: Sergio Apolo

CAPITULO IV:

RIESGO Y RENTABILIDAD DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS

IV.1.- Rentabilidad o Riesgo

Es el ingreso recibido sobre una inversión, más cualquier cambio en el precio de mercado, expresado normalmente como un porcentaje del precio de mercado inicial de la inversión²⁹.

RIESGO:

Es la variabilidad en los rendimientos que se esperan. Entre mas grande sea la variabilidad, se puede decir que el valor es mas riesgoso.

USO DE LAS DISTRIBUCIONES DE PROBABILIDAD PARA CUANTIFICAR

EL RIESGO:

La distribución de probabilidad es el conjunto de valores posibles que pueden asumir una variable aleatoria y sus probabilidades asociadas de ocurrencia.

Esta distribución de probabilidad puede resumirse en términos de dos de sus parámetros: 1) el valor esperado del rendimiento; y 2) la desviación estándar.

Rendimiento esperado y desviación estándar:

El valor esperado del rendimiento, R , es el promedio ponderado de los resultados posibles, con las probabilidades de ocurrencia como pesos.

²⁹ BILSON JOHN Value at Risk Euromoney Training, New York 1997.

Para completar la descripción de los dos parámetros de la distribución de rendimientos se necesita una medida de dispersión y esta es la desviación estándar la cual es una medida estadística de la variabilidad de una distribución alrededor de su media. Es la raíz cuadrada de la varianza.

Entre más grande sea la desviación estándar de los rendimientos, mayor será la variabilidad de los rendimientos, y el riesgo de la inversión será mayor.

RIESGO Y RENDIMIENTO EN UN CONTEXTO DE PORTAFOLIO

Las inversiones rara vez colocan toda su riqueza en un único activo o inversión. En vez de ello, construyen un portafolio o grupo de inversiones, por tanto un portafolio constituye una combinación de dos o mas valores o activos.

Rendimiento de portafolio.- El rendimiento esperado de un portafolio es simplemente un promedio ponderado de los rendimientos esperados de los valores de los que consta ese portafolio. Las ponderaciones son iguales a la proporción de fondos totales invertidos en cada valor (las ponderaciones deben sumar 100%) .

Riesgo de portafolio y la importancia de correlación.- Mientras que el rendimiento esperado de portafolio es un franco promedio ponderado de los rendimientos sobre los valores individuales, la desviación estándar del portafolio no es el promedio ponderado de las desviaciones estándar del valor individual.

Tomar un promedio ponderado de las desviaciones estándar del valor individual sería ignorar la relación, o correlación entre los rendimientos de los dos valores.

Sin embargo, esta correlación no tiene efecto sobre el rendimiento esperado de portafolio. La correlación entre los rendimientos de los valores complica el cálculo de la desviación estándar del portafolio al forzarse a calcular la

covarianza entre los rendimientos para cada combinación de pares de valores en el portafolio.

Pero, esta situación de complicación matemática contiene un forro de plata; la correlación entre los valores proporciona la posibilidad de eliminar algún riesgo sin reducir el rendimiento potencial.

DIVERSIFICACIÓN

La diversificación ignora la correlación entre los rendimientos de los valores. El portafolio que contiene 10 valores puede representar acciones de una sola industria y tener rendimientos que están altamente correlacionados.

Los beneficios de la diversificación, en la forma de reducción del riesgo, ocurren a medida que los valores no están correlacionados positivamente de forma perfecta.

Riesgo sistemático y no sistemático:

Al combinar valores que no están correlacionados positivamente de forma perfecta ayudan a disminuir el riesgo de un portafolio. Una proporción sustancial del riesgo del portafolio puede eliminarse con una cantidad relativamente moderada de diversificación, de digamos 15 a 20 acciones seleccionadas aleatoriamente en cantidades de dólares iguales.

El riesgo del portafolio total consta de dos componentes, que son:

$$\text{Riesgo total} = \text{Riesgo sistemático} + \text{Riesgo no sistemático}$$

(no diversificable (diversificable
o inevitable) o evitable)

Riesgo sistemático.- Es la variabilidad del rendimiento sobre acciones o portafolios que está asociada con cambios en el rendimiento sobre el mercado como un todo.

- **Riesgo no sistemático.**- Es la variabilidad del rendimiento sobre acciones o portafolios que no se explica por movimientos del mercado en general. Puede evitarse a través de la diversificación.

En el equilibrio de mercado se supone que un valor proporciona su rendimiento esperado igual a su riesgo sistemático, el riesgo que no puede evitarse con la diversificación. El modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM) describe de manera formal esta relación entre riesgo y rendimiento.

El grado de riesgo sistemático que posee un valor puede determinarse al dibujar una línea característica. Esta línea describe la relación entre los rendimientos en exceso esperados del mercado. La pendiente (x sobre y) de esta línea, se conoce como beta, y es un índice del riesgo sistemático.

Entre más grande sea la beta, mayor será el riesgo inevitable del valor involucrado.

La relación entre la tasa de rendimiento requerida para un valor y su beta se conoce como la línea del mercado de valores. Esta línea refleja la relación positiva lineal entre el rendimiento que requieren los inversionistas y el riesgo sistemático. El rendimiento es la tasa libre de riesgo más una prima de prima de riesgo por el riesgo sistemático que es proporcional a beta.

RELACIÓN ENTRE RENTABILIDAD Y RIESGO

La inversión menos arriesgada era la de las letras del Tesoro de los Estados Unidos. La rentabilidad de las letras del Tesoro es fija, esto es, no le afecta lo que ocurra en el mercado.

En otras palabras, las letras del tesoro tienen un beta de 0. La inversión más arriesgada que se considera para este ejemplo fue la cartera del mercado de acciones ordinarias. Esta tiene un riesgo medio del mercado, su beta es 1.0.

Los inversores inteligentes no aceptan riesgo sólo por diversión. Están jugando con dinero real. Por tanto, exigen una mayor rentabilidad de la cartera del mercado que de las letras del tesoro. La diferencia entre la rentabilidad del mercado y el tipo de interés se denomina **prima por riesgo del mercado**.

A medida de los años sesenta tres economistas dieron una respuesta a la relación que existe entre el rendimiento y el riesgo y es la del **Modelo de equilibrio de activos financieros (MEAF)** que establece que la prima por riesgo esperada en cada inversión es proporcional a su beta. Esto significa que cada inversión debería estar en la línea inclinada del mercado de títulos conectado como en el ejemplo que hemos indicado las Letras del tesoro y la cartera del mercado.

RIESGO PAÍS

El objetivo de un estudio o evaluación del Riesgo Soberano, radica en determinar cual es la capacidad y la predisposición de un país para honrar las obligaciones contraídas con sus acreedores

Durante las últimas dos décadas el mayor flujo de capitales hacia los países emergentes y los incumplimientos suscitados, ha forjado la necesidad de profundizar sobre el nivel de riesgo que ofrece cada país en cuanto al cumplimiento de los compromisos adquiridos³⁰.

Los elementos que a escala general se analizan para calificar un riesgo soberano son los siguientes:

- Riesgo Económico

- Riesgo Político

- Riesgo Social

- Riesgo Internacional

- **El Riesgo Económico.**- Es uno de los elementos más importantes del análisis, ya que es la base cuantitativa para establecer la capacidad de pago de un país.

Parte de un estudio histórico del desarrollo económico, del crecimiento obtenido, de las fuentes de crecimiento, de la distribución de la riqueza y de las oportunidades del país.

³⁰ BILSON JOHN Value at Risk Euromoney Training, New York 1997.

Dentro del riesgo económico se analizan los siguientes temas entre otros:

- Estructura económica del país: tamaño de las empresas, y su estructura patrimonial, presencia del estado en las decisiones empresariales.
 - Estructura del mercado laboral: índice de desocupación, legislación, conquistas sociales.
 - Nivel de ahorro e inversión del país: doméstica, extranjera, debilidades, desequilibrios, proyecciones.
 - Calidad en el manejo económico y financiero: historial, calidad del equilibrio económico, política fiscal y estructura de las cuentas públicas, nivel de déficit del gobierno central y del sector público.
 - Manejo de la política monetaria: inflación, tasas de interés, mercado cambiario.
 - Calidad y solvencia del sistema financiero: riesgos sistemáticos, fortalezas y debilidades.
 - Posición externa del país: balanza comercial, balanza de la cuenta corriente, fuentes externas de ingresos.
 - Deuda externa: nivel y composición, pública y privada, plazos, servicio de la deuda, capacidad de pago del sector público y privado.
 - **El Riesgo Político.**- Como se ha mencionado el análisis del riesgo económico es fundamental para determinar el riesgo soberano, experiencias concretas en el mundo, obligan a introducir como elementos importantes de
-

análisis, consideraciones políticas y sociales, las que han determinado comportamientos específicos en los países y que han constituido las raíces de problemas económicos causantes de crisis de liquidez.

La falta de consensos políticos y compromisos para efectuar reformas estructurales impiden la recuperación económica de los países.

El análisis del riesgo político debe considerar principalmente lo siguiente:

- Contexto en el que se desenvuelve el país en cuanto a los principales actores e instituciones políticas.
- Tipo de liderazgo mantiene el Régimen y su estructura.
- Estructura y funcionamiento de la oposición, influencia.
- Calidad de las instituciones y el personal que conforman el Régimen de turno.
- Grado de madurez de las instituciones y capacidad de adaptación a la crisis.

El rango de inquietudes analizando el riesgo político, es indefinible por lo que el análisis tendría que adaptarse a las condiciones del país.

- **El Riesgo Social.**- El análisis debe tomar en cuenta factores como: conflictos regionales, intereses grupales, étnicos, religiosos. Grado de consensos sociales y políticos. Nivel de vida de la población, expectativas populares. Características de la población, en cuanto a distribución, densidad, crecimiento, edad, promedio.

Para determinar efectivamente el riesgo social de un país se deben entender los conflictos que rigen la sociedad y su capacidad de movilización en cualquier

forma que pueda ocurrir. Se debe entender la forma de llegar o perder el poder, cómo se crean o destruyen los consensos, cómo pueden cambiar las normas y valores.

En definitiva, se trata de establecer lo más objetivamente posible, cuáles son las fuerzas que mueven a la sociedad, cuál ha sido su comportamiento histórico y cuáles podrían ser sus tendencias.

Entender la idiosincrasia de la gente y cuáles son sus principales móviles de comportamiento es indispensable.

- **El Riesgo Internacional.**- Debido a circunstancias recientemente vividas y que han influenciado a todos los mercados mundiales en diferentes medidas, ha tomado singular importancia el análisis de los efectos internacionales en una nación específica. Como es la influencia de la crisis Asiática y de la crisis en Rusia como ejemplos en este tema.

Dentro del contexto internacional se torna de gran importancia el conocer las leyes y condiciones internacionales que influyen a cada país. Conocer de que organismos internacionales es el país miembro (OPEC, MERCOSUR, PAÍSES ANDINOS,...ETC.) qué alianzas políticas mantiene, cómo son las relaciones con los vecinos, qué grado de conflicto podría tener, si existen influencias foráneas en las decisiones de políticas del país (FMI, BM, CAF, ...ETC).

- **Señales de alerta en el análisis de Riesgo Soberano:**

- * Crecimiento real del PIB menos 1% anual
- * Inflación más del 10% anual
- * Desempleo más del 10% anual

- * Déficit fiscal más del 3% anual

- * Déficit de Cta.Cte. más del 3% anual

- * Reservas < 3 meses de importaciones

- * Deuda más del 50% del PIB

- * Inversión y Ahorro menos del 20% del PIB :
 - Alta dependencia en pocos productos

 - Altos déficits en comercio y/o cuenta corriente

 - Alta carga del servicio de la deuda

 - Reservas bajas con tendencia negativa

 - Sistema financiero débil y con problemas

 - Mercado de valores frágil

 - Deficiente control y supervisión

 - Altas tasas de interés

 - Falta de consenso político.

- Definiciones de las calificaciones:

AAA Más alta capacidad de pago

AA Alta capacidad de pago

A Buena capacidad de pago

BBB Menor capacidad de pago, grado inversión

BB Especulativo de bajo riesgo

B Especulativo de alto riesgo

CCC Alto riesgo de no pago, buen potencial de recuperación

CC Alto riesgo de no pago, moderado potencial de recuperación

C Alto riesgo de no pago, bajo potencial de recuperación

D No pago, sin potencial de recuperación.

IV.2 Derivados Financieros en el Ecuador

Bajo el punto de vista del Banco Central del Ecuador ,o haciendo una conceptualización macro económica si se quiere, los derivados financieros son parte de la balanza de pagos y a estos se los define como los productos derivados son contratos financieros cuyos valores se basan en los precios de otros activos conocidos como activos subyacentes.

Entre ellos se encuentran los forwards, swaps, caps, floors, opciones y los futuros.

Los futuros sobre el petróleo por ejemplo, se basan en los precios del petróleo que es el activo subyacente, los futuros de tasas de interés se basan en las tasas de interés de un título determinado que es el activo subyacente.

IV.2.1 Los Futuros

Un contrato de futuros es un acuerdo entre dos partes, negociado en una bolsa, por medio del cual los contratantes se comprometen en una fecha futura, a entregar o aceptar un determinado bien a un precio acordado en el contrato.

El fin principal de una negociación a futuro es establecer hoy los términos de una transacción y saldar las cuentas de la misma después. Lo anterior significa que el objetivo de los mercados a futuro es ofrecerle a los inversionistas un mecanismo que les permita protegerse de los movimiento adversos en los precios de un bien determinado, al fijar o asegurar un precio.

Los contratos de futuros son estandarizados, es decir todos los contratos del mismo tipo tienen las mismas características.

Especifican el tipo de mercadería a entregar, la calidad de la misma, las fechas de entrega, el modo de pago y el sistema de fijación de los precios. El precio se establece en el momento de cerrar el contrato.

Las compras y las ventas se compensan entre sí. En la mayoría de los contratos no se da la entrega física, sino que más bien la liquidación se realiza por diferencias de precios. Existe una Cámara de Compensación que garantiza el cumplimiento a las partes.

Para poder realizar transacciones en los mercados de futuros, las negociaciones deben efectuarse a través de un agente de bolsa quien en su carácter de representante de un Puesto de Bolsa realizará la operación.

Generalmente, las partes de la transacción estarán situados en lugares aparte y no tendrán relación entre ellos. Esto puede dar lugar al surgimiento de un riesgo de solvencia de la contraparte y el incumplimiento de la misma.

IV.2.2 La Cámara de Compensación

La Cámara de Compensación es una institución establecida que garantiza a ambas partes el cumplimiento de la operación. Tan pronto como la negociación se consuma, la Cámara se interpone a sí misma entre el comprador y el vendedor. Es decir, actúa como compradora para el vendedor, y como vendedora para el comprador. Por este motivo tanto el comprador como el vendedor original tienen obligaciones para con la Cámara y no entre ellos.

Cobertura. Los coberturistas utilizan los futuros para cubrirse del riesgo, es decir, minimizar el efecto de las variaciones en los precios.

Especulación. El especulador utiliza los futuros para aprovecharse de los movimientos en los precios y sacar el máximo provecho de dichos movimientos.

Arbitraje. Mediante el ejercicio de esta función este tipo de inversionista puede tomar ventaja de las diferencias temporales en los precios entre el mercado tradicional o de contado y el mercado a futuro para realizar operaciones simultáneas de compra y venta que le generen una ganancia segura, sin riesgos, y sin tener que efectuar ningún desembolso.

IV.2.3 Los Contratos Forward

Contratos de futuros no normalizados que se confeccionan a medida de la operación y que no se negocian en mercados organizados.

IV.2.4 Swap

Instrumento financiero consistente en un contrato sobre un producto derivado que permite una permuta financiera. Por ejemplo: permite pasar una deuda en una divisa a otra de tipo de interés fijo o a uno flotante, etc.

IV.2.5 Los Warrants

Los warrants o mercado de *OPCIONES*, son valores que otorgan unos derechos a comprar o vender un determinado activo (activo subyacente) a un precio predeterminado (precio de ejercicio) emitidos por una entidad a medio y largo plazo.

Su rendimiento varia en función de la evolución del precio del activo subyacente sobre el que está emitidos. Normalmente se liquidan por diferencias, el titular del warrant tiene el derecho a:

- recibir la diferencia entre el precio a que esté el activo subyacente en el mercado (precio de liquidación) y el precio de ejercicio para los derechos de compra.
- recibir la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de liquidación para los derechos de venta.

El emisor del warrant fija el precio de ejercicio y la prima que se ha de pagar por cada warrant en el momento en que se emite.

Una vez emitidos los Warrants, son susceptibles de negociación en los mercados hasta su vencimiento.

Clases De warrants:

Warrants de compra (CALL): dan derecho a su titular a comprar el activo subyacente al precio de ejercicio. La liquidación se produce, si es positiva, entre la diferencia entre el precio de liquidación y precio de ejercicio.

Warrants de venta (PUT): dan derecho a su titular a vender el activo subyacente al precio de ejercicio. La liquidación se produce, si es positiva, entre la diferencia ente el precio de ejercicio y el precio de liquidación.

Tipos de Warrants:

Warrants a la Europea: el derecho que incorporan solo puede ser ejercido en una fecha determinada que es la fecha de vencimiento del warrant.

Warrants a la Americana: el derecho que incorporan puede ser ejercido durante toda la vida del warrant hasta su vencimiento.

Warrants "Bermudas": El derecho que incorporan se puede ejercitar en varias fechas determinadas a lo largo de la vida del warrant, incluida la fecha de su vencimiento. Warrants Asiáticos, etc...

La gran variedad de tipologías de warrants existente requiere al inversor de estos productos tener un conocimiento exacto de las condiciones de emisión del warrant en el que va a realizar su inversión.

IV.3. Uso De Los Derivados En El Ecuador:

El uso de los derivados financieros en el Ecuador es y ha sido sumamente limitado , este hecho se le puede atribuir a varias causas, entre las cuales podemos citar; una falta de cultura económica en el país, no se ha legislado la

negociación de derivados de commodities en el mercado extrabursátil, para poder establecer tal diferencia, entre otros.

Sin embargo a estos hechos en el Ecuador ha habido instituciones bancarias que tratado de difundir a los derivados.

Es el caso de bancos como: Amazonas, Popular, Pichincha, y Citibank, los cuales en la época donde el sucre era la moneda oficial, es decir antes de la dolarización, realizaban negociaciones **FORWARD** de tipo de cambio.

Esta operación era utilizada para protegerse de la paridad cambiaria sobre la moneda, que era contraída una deuda .

En este proceso se trataba de ir comprando posiciones que le permitan saber con certeza cuánto pagará en el momento de vencimiento de la deuda.

Los clientes de este tipo de papeles han sido especialmente empresas importadoras y exportadoras, con el fin de cubrirse del riesgo del tipo de cambio. Aunque los *forwards* pueden también ser utilizados en forma agresiva, para generar mayores rentabilidades al pasar de una moneda a otra.

En cuanto a las **OPCIONES**, estas no se usan localmente a pesar de que al igual que los forwards se intento introducirles en el mercado financiero del Ecuador.

Este intento fue hecho por el Banco del Pacifico, el cual vendía opciones en futuros sobre camarones y oro.

El Banco Popular hizo un esfuerzo similar al colocar opciones con el tipo de cambio. Sin embargo, en este tipo de instrumento, se debe pagar una prima por adelantado, es decir, se incurre en un costo explícito. En mercados como el nuestro, que es inestable, esas primas suelen ser altas.

Al hablar de los **SWAPS** en el Ecuador tenemos que recordar el celebre planteamiento del secretario del tesoro de los Estados Unidos de Norte América, Nicholas F. Brady, quién sugirió varias vías específicas para la reducción de la deuda y su servicio.

Brady sostenía que los países deudores podían comprar Bonos del Tesoro de Estados Unidos cupón cero, descontables a determinado tiempo y con una tasa de interés preferencial. Estos bonos sirven de garantía de pago del capital de los Bonos Brady, contando en todo momento con el acuerdo de la banca.

Conjuntamente a esta alternativa el hizo el planteamiento que constituyó la introducción de sistemas de capitalización, mediante intercambios de deuda por capital (swaps).

IV.4 Posición De Las Entidades Estatales Ante Los Derivados Financieros.

La Función De La Corporación Financiera Nacional Con Respecto A Los Derivados.

La corporación Financiera Nacional es una entidad pública, independiente, que desempeña una serie de actividades, a favor del desarrollo económico del país, entre estas como se verá a continuación ya figura el derivado financiero, el mismo que en tiempos anteriores no estaba presente inclusive en los objetivos a desarrollarse de esta institución.

Entre las funciones más importantes de la corporación citamos las siguientes:

- Captar recursos en el mercado de capitales a través de la emisión de títulos en moneda nacional, extranjera o en unidades de cuenta, obligaciones, bonos, certificados fiduciarios y títulos propios de la CFN,

que sirvan de base al financiamiento de los sectores considerados prioritarios para el desarrollo nacional.

- Titularizar activos propios o de terceros. Comprar y vender títulos de emisiones del sector público y/o privado.
- Actuar como administrador de fondos administrados y colectivos y --
- Participar en el mercado de futuros, opciones y demás instrumentos financieros derivados.

El Banco Central Y Su Función Ante Los Derivados:

Contratos Adelantados y Contratos de Futuros de Divisas:

- Objetivo y Alcance:

Establecer los criterios particulares relativos a valuación, registro y presentación en los Estados Financieros de estos instrumentos, que mantenga los Bancos Centrales en sus posiciones.

Este criterio no incluye los contratos que se efectúen por cuenta de terceros.

- Definiciones y Características:

Contrato Adelantado.- Es la obligación de comprar o vender divisas a un precio

establecido a una fecha determinada y no tiene mercado secundario.

Contrato de Futuro.- Es la obligación de comprar o vender divisas a un precio establecido a una fecha determinada y tiene mercado secundario.

Tipo de Cambio Futuro.- Tipo de cambio determinado en el presente, para una fecha futura determinada.

En esta operación, el precio de la compra-venta, o tipo de cambio de las divisas, es determinado en el momento en que se formaliza el contrato, sin que haya intercambio inmediato de las mismas, sino hasta la fecha futura acordada en el mismo, o antes si de acuerdo a las expectativas de alguna de las partes involucradas lo considera conveniente, cuando en particular se trate de Contratos de Futuro.

- Criterios de Valuación y Registro:

En caso de compra de divisas se registrará en el Activo la cantidad de divisas por recibir y en el pasivo las divisas por entregar, en ambos casos considerando el tipo de cambio a futuro concertado. En caso de venta de divisas, el registro será el inverso. Las cuentas de Activo y Pasivo serán denominadas en la divisa correspondiente.

Dichos activos y pasivos deberán revaluarse por las fluctuaciones de los tipos de cambio a futuro, las cuales representarán utilidades o pérdidas que serán registradas en una cuenta o cuentas transitorias de activo o pasivo, con el fin de no reconocerlas hasta que termine la operación y por lo tanto, no integrarlas al remanente de operación.

Una vez que se concluya y se realice en efectivo, podrá traspasarse a Cuentas de Resultados. Dependiendo de la ley reglamentaria de cada país, dichos resultados podrían devengarse o registrarse directamente en pérdidas y ganancias.

- Reglas de Presentación en Estados Financieros:

Los Activos y Pasivos derivados de estas operaciones deberán reflejarse en el Balance General en la moneda del país, siendo conveniente presentarlas por el resultado neto de las mismas, ya que si bien es cierto que al inicio de la operación el resultado neto es de cero, a partir de la revalorización, existen

diferenciales que originan una mayor posición activa o pasiva por lo que: dependiendo de la Ley Reglamentaria de cada país podría considerarse como:

A.- Un Activo Internacional (Activo mayor al Pasivo)

B.- Un Pasivo Internacional (Pasivo mayor al Activo); o bien:

C.- Otro Activo (Activo mayor al Pasivo)

D.- Otro Pasivo (Pasivo mayor al Activo)

Las utilidades o pérdidas derivadas por la revalorización registrada en la cuenta o cuentas transitorias de activo o pasivo, por estar vigente la operación, deberán incluirse en el rubro de otros activos u otros pasivos. Cuando se hayan realizado en efectivo, deberán incorporarse a las utilidades o pérdidas y, por consiguiente, en el Estado de Resultados.

Contratos de Opciones de Divisas:

- Objetivo y Alcance:

Establecer los criterios particulares relativos a valuación, registro y presentación en los Estados Financieros de este instrumento, que mantenga los Bancos Centrales en sus posiciones³¹.

Este criterio no incluye los contratos de opciones que se efectúen por cuenta de terceros.

- Definiciones y Características:

Contrato de Opciones.- Es el derecho, más no la obligación, de comprar o vender una divisa a un determinado precio y a un plazo definido Prima de la Opción.- Es el precio que se cobra o paga por tener el derecho de ejercer o no la opción en una determinada fecha.

Las opciones son de dos tipos:

A.- Opción de Compra.- (Call) - Derecho de comprar una divisa

B.- Opción de Venta.- (Put) - Derecho de vender una divisa

Las opciones se clasifican en:

A.- Europeas.- Se ejercen o cancelan sólo al vencimiento

B.- Americanas.- Se ejercen o cancelan en cualquier momento y hasta la fecha de vencimiento

La prima se paga al comprar una opción y se cobra al venderla.

³¹ DIEZ DE CASTO L & MASCAREÑAS J. Ingeniería Financiera Segunda Edición, McGraw-Hill/Interamericana de España S.A., México 1994

- Criterios de Valuación y Registro:

La prima cobrada o pagada se registra en una cuenta transitoria de activo o pasivo, con el fin de que se consideren resultados no realizados; hasta que se ejerza o no la opción. La opción se revalorizará a valor de mercado y las fluctuaciones derivadas se registrarán en la citada cuenta transitoria, contra un cargo o crédito diferido. Una vez que se ejerza la opción, los resultados podrán traspasarse a Cuentas de Resultados.

Independientemente, las operaciones de compra-venta de opciones podrán registrarse en Cuentas de Orden por el valor de las divisas sujetas a la operación, inclusive llevando a cabo la revalorización de las divisas.

- Reglas de Presentación en Estados Financieros:

La prima cobrada o pagada y las utilidades o pérdidas derivadas por la revalorización de la opción, registradas en las cuentas transitorias, por estar vigente la opción, deberá incluirse en el Balance General en Otros Activos y los cargos o créditos diferidos que registran la contraparte de la revalorización se integran en otros activos o en otros pasivos, según corresponda, una vez que concluya la operación, se deberá traspasar a las utilidades o pérdidas del banco y, por consiguiente, en el Estado de Resultados³².

Contratos SWAP de divisas

- Objetivo y Alcance:

Establecer los criterios particulares relativos a valuación, registro y presentación en los Estados Financieros de este instrumento, que mantengan los Bancos Centrales en sus posiciones.

Este criterio no incluye los contratos que se efectúen por cuenta de terceros.

³² DIEZ DE CASTO L & MASCAREÑAS J. Ingeniería Financiera Segunda Edición, McGraw-Hill/Interamericana de España S.A., México 1994

- Definiciones y Características:

Swap.- Es el acuerdo entre dos partes, en el que se establece efectuar pagos con base a una divisa y a una tasa de interés pactadas, por un plazo determinado y recibir a cambio pagos en otra divisa con las mismas o diferentes características de plazo y de tasa de interés.

Existen dos tipos de operación Swap:

Swap de Tasa de Interés.- Es aquella operación que reestructura deuda al cambiar la naturaleza de los pagos por intereses, es decir, que el capital no cambie de manos, por lo que se considera un intercambio de pagos a tasa fija por uno a tasa flotante, por un período determinado.

Swap de Divisas.- Es un cambio de deuda de una cierta moneda a otra moneda por un período determinado, con intercambio de intereses, y casi siempre se intercambian los principales.

- Criterios de Valuación y Registro:

En el caso de Swap de tasas de interés, se registrará el valor pactado en el Activo y en el Pasivo denominados en las divisas pactadas.

En el caso de Swap de Divisas cuando exista intercambio de flujos, se registra en el Activo, el derecho a recibir las divisas, registrando la salida de dichas divisas de los activos del Banco. Por otra parte, se registrará en el pasivo, la obligación de entregar las divisas, registrando la entrada de dichas divisas a los Activos del Banco.

En el caso de Swap de divisas cuando no exista intercambio de flujos, el registro se efectuará conforme a lo citado para el caso de Swap de tasa de interés.

En los tres casos citados los activos y pasivos se revalorizan al tipo de cambio de contado, las fluctuaciones que se obtengan representarán utilidades o pérdidas que serán registradas en una cuenta transitoria de activo o pasivo, con el fin de no reconocerlas hasta que termine la operación y por lo tanto, no integrarlas al remanente de operación, una vez que llegue a su vencimiento, podrá traspasarse a cuentas de resultados.

Por otra parte, se devengan intereses por cobrar y por pagar, afectando cuentas de resultados.

- Reglas de Presentación en Estados Financieros:

Los activos y pasivos derivados de estas operaciones, deberán reflejarse en el Balance General en la moneda del país, siendo conveniente presentarlas por el resultado neto de las mismas, ya sea en los activos internacionales o en los pasivos internacionales.

En estos mismos rubros deben incluirse los intereses, devengados por cobrar o por pagar según corresponda.

Las utilidades o pérdidas derivadas por la revalorización registradas en la cuenta complementaria de activo, por estar vigentes las operaciones, deberán incluirse en el rubro de otros activos.

Cuando haya vencido la operación deberá incorporarse a los ingresos o egresos, y, por consiguiente, en el estado de resultados, al igual que los intereses devengados.

CAPITULO V:

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

- Los administradores de grandes empresas miran el mercado de capitales como una fuente de cubrir las constantes necesidades de fondos para financiar nuevos proyectos. Es decir, "abren el capital" a pequeños inversores, impulsando la capacidad operativa de la empresa y a la vez los inversores observan que en los volátiles mercados emergentes las empresas que operan en estos sectores.
- Es común que la organización pase por varias etapas para su internacionalización, en la primera etapa las empresas solo tratan en forma pasiva con las personas y las organizaciones del extranjero. En la segunda etapa las compañías tienen trato directo con sus intereses en el exterior.
- La globalización plantea la oportunidad de mejorar las condiciones de acceso a mercados que anteriormente se hallaban mas fragmentados, Los flujos de información, tecnología y capital de cartera han sido los que más han incrementado su movilidad y por consiguiente, constituyen los mercados donde más han mejorado las condiciones de acceso para economías con menor capacidad relativa de generación de movilidad.
- Las dos funciones económicas principales de un activo financiero representa la transferencia de fondos de aquellos que tiene exceso de fondos para invertir a aquellos que necesitan fondos, y la transferencia de fondos en forma en forma tal, que los riesgos se distribuyan al asociarse con las ganancias generadas.

- A través de la adquisición de títulos representativos de deuda o capital, de manera que las empresas ya no ven solamente a las instituciones financieras como fuente de recursos de capital.
- Los títulos valores que se adquieren deben ser calificados por empresas especializadas, lo que otorga mayor transparencia y mejora el funcionamiento del mercado de capitales.
- La regulación y control del mercado de valores corresponde a varias instituciones e instancias y se concreta en la expedición de normas que facilitan el funcionamiento ordenado y equitativa del mercado, que permitan el control y supervisión efectiva.
- El mercado de Valores viene a ser el mecanismo que facilita la emisión, colocación y distribución de los títulos valores. La oferta en este mercado la conforman el conjunto de títulos emitidos por el estado y las empresas tanto públicas como privadas.
- Un instrumento derivado es un contrato cuyo valor depende del valor del activo financiero, la función principal de un instrumento derivado es proporcionar formas para controlar el riesgo.

BIBLIOGRAFÍA

- BILSON JOHN Value at Risk Euromoney Training, New York 1997.
- BITNER JOHN & GODDARD ROBERT Successful Bank: Asset / Liability Management Braun-Bromfield.Inc, USA 1992.
- DIEZ DE CASTO L & MASCAREÑAS J. Ingeniería Financiera Segunda Edición, McGraw-Hill/Interamericana de España S.A., México 1994.
- ELTON E. & GRUBER M. 2 Modern Portfolio Theory and Investment Analysis Cuarta Edición John Wiley & Sons Inc. Canadá 1981.
- FABOZZI FRANK & KONISHI ATSUO The Handbook of Asset / Liability Management IRWIN, USA 1996.
- FABOZZI FRANK & MODIGLIANI Mercados e Instituciones Financieras Edición Española, pHH Prentice Hall , México 1996.
- FABOZZI FRANK Bond Markets, Analysis and Strategies Prentice Hall, Tercera Edición, USA 1996
- GRINOLD RICHARD & KAHN RONALD Active Portfolio Management IRWIN Professional Publishing, USA 1995.
- HANKE JOHN & REITSEH ARTHUR Business Forecasting Quinta Edición, Prentice Hall Englewood Cliffs, USA 1995.
- HEYMAN TIMOTHY Inversión Contra Inflación Tercera Edición, Editorial Milenio S.A. México 1988
- JOHNSON HAZEL Bank Asset / Liability Management Probus Publishing Company, USA 1994.
- JORION PHILIPPE Value at Risk Mc.Graw-Hill Companies Inc., USA 1997.
- KOCH TIMOTHY Bank Management University of South Carolina, 1992.
- MELO ESTEBAN Cuestiones Económicas No33 Banco Central del Ecuador, Quito 1997.

- RHIEL H. & RODRIGUEZ R.M. Mercados de Divisas y Mercados de Dinero Edición en Español, Mc Graw Hill, España 1990.
 - ROSS STEPHEN, WESTERFIELD RANDOLPH & JAFFE JEFFREY Finanzas Corporativas Versión Española de José Julián Díaz Tercera Edición, IRWIN, España 1995.
 - MARTIN J. PRING Análisis técnico explicado. Ed. Gesmovasa. Madrid 1.989
 - D. AMAT, X. PUIG Análisis técnico bursátil. Ed. Gestió 2000 Barcelona 1.989
 - CODINA CASTRO, JOSE Manual de análisis técnico. Ed. Inversor ediciones S.L. Madrid 1.997
 - AB ASESORES Curso práctico de Bolsa.. Editada por el diario 5 DIAS. 1.997
 - IGNACIO OLMEDA. Avances recientes en predicción bursátil. Universidad de Alcalá (Sección de publicaciones)
 - Colburn, James T. Opciones sobre futuros (1992) Ed. Gesmovasa
- Edwards, Robert D. ; Magee, John Análisis técnico de las tendencias de los valores (1995) Ed. Gesmovasa
- Lefevre, Edwin Recuerdos de un operador de acciones (1990) Ed. Gesmovasa
 - Martin, J. Pring Análisis técnico explicado (1989) Ed. Gesmovasa
 - Martín Marín, José Luis Mercados derivados sobre índices bursátiles (1994) Ed. Gesmovasa
 - Murphy, John J. Análisis técnico de los mercados de futuros (1995) Ed. Gesmovasa